

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GEOVANI SCHWADE

UM ESTUDO SOBRE O IMPACTO DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS AÇÕES

FLORIANÓPOLIS  
2011

GEOVANI SCHWADE

**UM ESTUDO SOBRE O IMPACTO DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS AÇÕES**

Monografia submetida ao curso de Ciências  
Econômicas da Universidade Federal de  
Santa Catarina, como requisito obrigatório  
para a obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientador:** Prof. Dr. André Alves Portela  
Santos

FLORIANÓPOLIS, 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,0 ao aluno Geovani Schwade na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. André Alves Portela Santos, Dr.

Orientador

Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Eraldo Sérgio da Silva Barbosa, Dr.

Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Max Cardoso de Resende

Universidade Federal de Santa Catarina

*“O dinheiro é uma felicidade humana abstrata, por isso, aquele que já não é capaz de apreciar a verdadeira felicidade humana, dedica-se completamente a ele.”*

*Arthur Schopenhauer*

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais por todo amor e apoio sempre me dados em todas as fases de minha vida, o incentivo aos estudos, à amizade, o trabalho sério, o de ser correto e a todos os valores e princípios que me ensinaram para ser uma pessoa melhor.

Agradeço também *mein Schatz* por todos os momentos vividos, apoio, amor e compreensão durante este percurso que me fizeram ser mais forte.

Agradeço ainda ao meu professor orientador pelas sugestões, ajuda e orientações neste trabalho.

Agradeço também a todos os meus empregadores neste período, sem dúvida, a experiência que me proporcionaram vou levar para toda vida, assim como o aprendizado que tive.

Agradeço também à UFSC que me deu a oportunidade de estudar este curso que é desafiador, instigante e empolgante. Agradeço a todos os professores que tive oportunidade de conhecer e aprender com cada um.

Por fim, não posso deixar de agradecer todos os meus amigos pelo apoio e compreensão que sempre me deram, tanto os antigos, como os novos que fiz neste instituição.

A todos, muito obrigado!

## RESUMO

O presente trabalho busca verificar qual o impacto de práticas de governança corporativa no desempenho das ações, uma vez que, a teoria afirma que a adoção de práticas de boa governança geraria um menor risco para os acionistas minoritários, aumentaria a liquidez das ações e o desempenho destas seria maior que as demais que não adotam padrões de governança. O universo desta pesquisa se deu pela análise de uma carteira de 10 ações do segmento de listagem especial de governança corporativa mais elevado da BM&FBOVESPA, o Novo Mercado, contra uma carteira de 10 ações do IBOVESPA de empresas que se encontram listadas até o Nível 1 de Governança Corporativa, no período de 2005 a 2011. Realizou-se da mesma forma uma análise do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) contra o índice IBOVESPA. Dessa forma, a pesquisa apresenta-se como um estudo de caso de caráter quantitativo, a base de dados foi retirada do software Economática® e o tratamento dos dados realizada no Microsoft Excel®. No que tange aos cálculos, calculou-se as médias mensais de desempenho e a variância das carteiras em todos os anos, após este primeiro passo realizou-se testes de variância (teste F) e testes de média (teste t) para tomada de decisão das análises dos resultados. Após a realização dos cálculos de análise, verificou-se que para as duas análises - das carteiras e dos índices - aceitou-se a Hipótese Nula, ou seja, em média, o desempenho das ações do Novo Mercado é igual ao desempenho das ações do IBOVESPA, e por fim, em média, o desempenho do IGC é igual ao desempenho do índice IBOVESPA. Dessa maneira, a conclusão deste trabalho possibilitou mostrar resultados estatisticamente significativos de que a adoção de práticas de governança corporativa por parte das empresas listadas no Novo Mercado não proporcionam um desempenho maior destas em comparação às empresas fora deste segmento de listagem, o que contraria os argumentos apresentados no decorrer deste trabalho baseados em diversos autores. A mesma conclusão equivale para os índices IGC e o IBOVESPA.

Orientador: Prof. Dr. André Alves Portela Santos.

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Novo Mercado. IGC. IBOVESPA. Desempenho.

## **LISTA DE SIGLAS**

<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>IBCA</b>	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
<b>IBGC</b>	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
<b>ICGN</b>	International Corporate Governance Network
<b>IGC</b>	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
<b>OCDE</b>	Organization for Economic Cooperation and Development
<b>SPC</b>	Secretaria de Previdência Complementar

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Retorno Acumulado 2005 .....	49
Gráfico 2 - Retorno Acumulado 2006 .....	50
Gráfico 3 - Retorno Acumulado 2007 .....	51
Gráfico 4 - Retorno Acumulado 2008 .....	52
Gráfico 5 - Retorno Acumulado 2009 .....	53
Gráfico 6 - Retorno Acumulado 2010 .....	54
Gráfico 7 - Retorno Acumulado 2011 .....	55
Gráfico 8 - Retorno Acumulado 2005 a 2011 .....	55
Gráfico 9 - Retorno Acumulado 2005 .....	58
Gráfico 10 - Retorno Acumulado 2006 .....	59
Gráfico 11 - Retorno Acumulado 2007 .....	60
Gráfico 12 - Retorno Acumulado 2008 .....	61
Gráfico 13 - Retorno Acumulado 2009 .....	62
Gráfico 14 - Retorno Acumulado 2010 .....	63
Gráfico 15 - Retorno Acumulado 2011 .....	64
Gráfico 16 - Retorno Acumulado 2005 a 2011 .....	64
Gráfico 17 - Retorno Acumulado 2005 a 2011 ajustado .....	66



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição do capital das companhias brasileiras. ....	24
Tabela 2 - Evolução das companhias abertas registradas e com ações negociadas em Bolsa. ....	29
Tabela 3 - Configuração das carteiras anuais. ....	42
Tabela 4 - Lista de Empresas do Novo Mercado de 2005 a 2011 ....	43
Tabela 5 - Lista de Empresas do IBOVESPA de 2005 a 2011.....	43
Tabela 6 - Tabela de Resultados 2005.....	48
Tabela 7 - Tabela de Resultados 2006.....	49
Tabela 8 - Tabela de Resultados 2007.....	50
Tabela 9 - Tabela de Resultados 2008.....	51
Tabela 10 - Tabela de Resultados 2009.....	52
Tabela 11 - Tabela de Resultados 2010.....	53
Tabela 12 - Tabela de Resultados 2011.....	54
Tabela 13 - Teste F.....	56
Tabela 14 - Teste t.....	56
Tabela 15 – Tabela de Resultados 2005.....	57
Tabela 16 - Tabela de Resultados 2006.....	58
Tabela 17 - Tabela de Resultados 2007.....	59
Tabela 18 - Tabela de Resultados 2008.....	60
Tabela 19 - Tabela de Resultados 2009.....	61
Tabela 20 - Tabela de Resultados 2010.....	62
Tabela 21 - Tabela de Resultados 2011.....	63
Tabela 22 - Teste F.....	65
Tabela 23 - Teste t.....	65
Tabela 24 - Teste F Ajustado.....	67
Tabela 25 - Teste t Ajustado.....	67

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
1.1 Contextualização .....	11
1.2 Objetivos.....	13
1.2.1 Objetivo Geral .....	13
1.2.2 Objetivos Específicos.....	13
1.3 Justificativa.....	14
1.4 Metodologia básica.....	15
1.5 Estrutura do Trabalho .....	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1 Governança Corporativa.....	17
2.1.1 Histórico, conceitos e princípios .....	17
2.1.2 Governança Corporativa no Brasil .....	23
2.1.3 Segmentos Especiais de Listagem .....	30
2.1.3.1 Nível 1 de Governança Corporativa .....	31
2.1.3.2 Nível 2 de Governança Corporativa .....	32
2.1.3.3 Novo Mercado.....	33
2.1.3.4 Bovespa Mais .....	34
2.2 Teoria da Agência.....	34
2.3 Revisão de trabalhos publicados relacionando governança corporativa e o desempenho das companhias em Bolsa .....	38
3 METODOLOGIA EMPREGADA.....	41
3.1 Critérios para análise e avaliação de ações.....	41
3.2 Cálculos de análise .....	44
4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS OBTIDOS .....	48
4.1 Análise das carteiras Novo Mercado x IBOVESPA .....	48
4.1.1 Testes de Média e de Variância .....	56
4.2 Análise dos índices IGC x IBOVESPA.....	57
4.2.1 Testes de Média e Variância .....	65
4.3 Análise das Carteiras Novo Mercado x IBOVESPA excluindo EMBR3 .....	66
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	68
REFERÊNCIAS .....	71
ANEXOS .....	74

## 1 INTRODUÇÃO

### 1.1 Contextualização

É consenso que o debate da teoria da agência, ou os conflitos de agência, deu origem à discussão sobre governança corporativa, tanto a nível nacional como mundial. (SILVA, 2005)

A teoria da agência afirma que pode haver divergências entre acionistas e os gestores das companhias, pois, os acionistas buscam o aumento de valor das suas ações e a maximização do seu investimento, já os gestores podem ter interesses próprios diferentes dos acionistas, seja na tentativa de construir seu próprio império às custas da companhia ou apenas tendo condições para sua sobrevivência e mantendo seu emprego e status (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Atualmente, muitas das organizações têm sua propriedade separada da gestão, assim, o proprietário (principal) indica uma pessoa responsável pela administração do negócio (agente). Esse fato é gerador de assimetria de informações e abrindo espaço para possíveis ações oportunistas do administrador, configurando o conflito de agência (NISHI, 2003).

No entanto, além dos conflitos de agência entre gestores e acionistas, há também conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários quando da presença de grandes acionistas numa organização. Estes diversos conflitos ocasionaram a necessidade de adoção de práticas de governança corporativa por parte das empresas. Dessa maneira, a governança corporativa aparece como um elemento para criação de mecanismos internos e externos às empresas assegurando que as decisões tomadas por parte desta serão as de melhor interesse dos investidores (SILVEIRA, 2002).

Leal, Ferreira e Silva (2002) afirmam que a governança corporativa é o conjunto de práticas e processos formais que supervisiona a gestão dos administradores executivos de uma empresa e que tem como objetivo resguardar os interesses dos acionistas e minimizar os conflitos de interesse entre acionistas e *stakeholders*.

Para Vieira e Mendes (2004), as práticas de governança corporativa nas companhias formam um mecanismo que proporcionam maior transparência para todos os envolvidos com a empresa, minimizam a assimetria de informação de proprietários e administradores e ainda fazem com que os acionistas fora do bloco de controle minimizem suas perdas no caso de venda da companhia.

De acordo com Silva (2005), a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de princípios e práticas que buscam minimizar os conflitos de interesse entre os agentes da companhia com o objetivo de reduzir o custo de capital e aumentar o retorno para os acionistas.

No que diz respeito aos princípios básicos da governança corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2010), estes são: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. De acordo com o IBGC, a preocupação com a necessidade de novas regras que protegessem os acionistas de abusos e omissões por parte das organizações se iniciou na década de 1990, principalmente nos EUA.

A partir disso, Andrade e Rossetti (2009) apresentam três marcos que podem ser considerados como os precursores da construção da moderna governança corporativa no mundo. O primeiro fato foi o ativismo de Robert Monks, focando nos direitos dos acionistas e mobilização para um papel mais ativo destes nas corporações. O segundo fato considerado foi o Relatório Cadbury, que teve seu foco na prestação responsável de contas e uma maior transparência das companhias. O terceiro marco para a construção da governança corporativa foi trazida pela *Organization for Economic Cooperation and Development*, com a sigla em português, OCDE, onde esta trouxe à tona seus principais princípios de governança.

No cenário nacional até os anos 90, o parque produtor brasileiro era estatizado nos segmentos estratégicos, no entanto, a partir da transição política em 1989, novos direcionadores foram tomados no contexto econômico. Podem ser citadas neste caso as privatizações, quebra de barreiras de entrada ao ingresso de capitais estrangeiros, ciclo de fusões e aquisições e a abertura dos mercados.

O primeiro ato para desenvolver a governança corporativa no Brasil foi a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 1995, conhecido como Instituto Brasileira de Conselheiros de Administração (IBCA) àquela época. A abertura de capital das empresas e a conseqüente alteração na estrutura societária reforçaram a necessidade das mesmas se adaptarem às exigências e aos padrões internacionais. Em resumo, as práticas de governança corporativa tornaram-se prioridade e fonte de pressão por parte dos investidores (PINHEIRO, 2008).

Outros fatores que também contribuíram para o fortalecimento da governança no país foram: a aprovação da Nova Lei das SAs em 31 de Outubro de 2001; a definição pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) da adoção de práticas de boa governança; o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC); a criação dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado pela

BM&FBOVESPA no final de 2000; e, a publicação em 2002 de cartilha pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com recomendações sobre o tema.

Portanto, Correia e Amaral (2008) percebem que diversos governos e instituições preocupam-se em incentivar e difundir os bons princípios de governança corporativa, uma vez que, a utilização destas práticas melhoraria o desempenho financeiro da companhia e, conseqüentemente, aumentaria o retorno dos investidores. Ainda segundo pesquisas de Bradley e Rodrigues e Child (apud CORREIA; AMARAL, 2008), investidores institucionais têm demonstrado disposição em pagar um preço maior por ações de companhias bem governadas. Diante desse contexto, o objetivo deste trabalho acadêmico é responder o seguinte problema de pesquisa: Como a adoção de práticas de Governança Corporativa afeta o desempenho das ações integrantes do segmento de listagem Novo Mercado em comparação com ações que não estão neste segmento de listagem especial?

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

O objetivo principal desta pesquisa é analisar o impacto no desempenho das ações de uma amostra de empresas que adotam práticas de governança corporativa listadas no Novo Mercado em comparação a outra amostra de empresas que não estão listadas neste segmento especial.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

Para o objetivo principal ser atendido, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

a) analisar o desempenho das ações de uma amostra de empresas selecionadas do Novo Mercado e compará-lo com uma amostra de empresas fora deste segmento pertencendo ao IBOVESPA no período de janeiro de 2005 até junho de 2011;

b) comparar o desempenho do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) com o índice IBOVESPA no período de janeiro de 2005 até junho de 2011;

c) verificar se o desempenho da amostra de empresas selecionadas do Novo Mercado é superior à amostra de empresas fora deste segmento;

d) verificar se o desempenho do índice IGC é superior ao índice IBOVESPA.

### **1.3 Justificativa**

A fonte principal de financiamento dos investimentos de um país é a poupança individual e a poupança das empresas, estes os seus lucros. Conforme cresce o nível de poupança, mais recursos tornam-se disponíveis para investir. É com esses investimentos que é gerado aumento de renda com conseqüente aumento da poupança e do investimento, sendo assim, o motor do crescimento econômico. O mercado de capitais possibilita a expansão das fontes do financiamento, permite ainda a redução do custo do financiamento, distribui os riscos inerentes à operação e populariza o acesso ao mercado de capitais. Seu surgimento ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva. Assim, as empresas tiveram que ir ao mercado de capitais através da abertura de capital transformando-se em sociedades anônimas para terem acesso a recursos monetários através da emissão de ações (PINHEIRO, 2008).

Com o impulso gerado pela BM&FBOVESPA e o incentivo dado pelo IBGC e a CVM, as empresas e os investidores começaram a dar maior atenção ao tema da governança corporativa. Diante dessa nova realidade entre os acionistas e as empresas, os agentes econômicos adotaram novas ações estimulando a adoção dessas práticas na melhoria da empresa, sendo assim cada vez mais importantes e exigidas.

No entanto, devido à fragilidade do mercado de capitais brasileiro e a tradição de não ter investimento em títulos de longo prazo, as frequências e a dimensão necessárias de recursos por parte das empresas não é assegurada. Entre as fragilidades do mercado de capitais podemos citar: custos de intermediação e dos serviços são considerados elevados; oportunidades de diversificação são escassas; legislação na proteção ao acionista minoritário é ainda considerada deficiente; limitação dos investimentos e necessidades de financiamento das empresas; disponibilidade de formas mais baratas e fáceis de financiamento, como o

BNDES; ausência de interesse, por parte das empresas, em abrir o capital; ênfase no curto prazo pelos investidores; entre outras (KRAMER et al, 2003).

Com isso, o desenvolvimento do projeto torna-se relevante devido o cenário de conjuntura em que vivemos. Cada vez mais, a quantidade e a qualidade das informações que recebemos são importantes para decisão de investimento. Com a percepção de risco, fez-se necessário um ambiente regulatório onde as empresas fossem mais transparentes com seus investidores aumentando sua seletividade, surge assim, o Novo Mercado. A instabilidade no ambiente político-econômico, mesmo que mais ameno nos últimos anos, as taxas de inflação relativamente altas e ainda as altas taxas de juros não são compatíveis com uma política de desenvolvimento do mercado de capitais e de capitalização das empresas, colaborando assim, com o baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O principal instrumento de promoção do mercado de capitais deverá ser então, a utilização das boas práticas de governança corporativa, constituindo um apanhado de mecanismos que acionistas minoritários e credores possuem à sua disposição para limitar a expropriação (KRAMER et al, 2003).

O fato de que o Novo Mercado e o desenvolvimento de práticas de governança corporativa, e a adesão a essas práticas de boa governança por parte das empresas sejam um propulsor para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro torna o trabalho oportuno.

#### **1.4 Metodologia básica**

Método, segundo Gil (1991), significa caminho para se chegar a um fim. Para que um conhecimento possa ser considerado científico, é necessário identificar o método que possibilitou chegar a esse conhecimento. Para haver conhecimento científico, é necessário pesquisa, e essa pode ser classificada como quantitativa ou qualitativa para a análise do problema; quanto aos objetivos, pode ser explicativa, exploratória ou descritiva; já para os procedimentos, a pesquisa pode ser bibliográfica, documental, experimental, estudo de caso, estudo de campo, levantamento, entre outros.

Para chegar aos objetivos propostos por esta pesquisa, serão usadas técnicas de coleta e observação de dados e levantamento bibliográfico para a fundamentação teórica, a pesquisa bibliográfica terá como base artigos escritos em revistas especializadas bem como livros publicados envolvendo o assunto, material de apoio disponível no site da BM&FBOVESPA,

da CVM, do IBGC e o BNDES, caracterizando esta pesquisa como uma pesquisa de caráter exploratório. Os dados quantitativos serão retirados de software privado, Economática®, caracterizando assim, uma pesquisa exploratória.

Em relação ao método de análise de dados, adotar-se-á a análise quantitativa, já que, o estudo se dará em cima de análise de dados de desempenho de diferentes ações de empresas, vindo de uma pesquisa bibliográfica e levantamento de dados. O tratamento dos dados fará uso do software Microsoft Excel® e Economática®. Será selecionada uma amostra das 10 empresas mais líquidas integrantes do Novo Mercado no período de tempo de janeiro de 2005 até junho de 2011, comparando-a com outra amostra de 10 empresas mais líquidas integrantes do IBOVESPA. No que diz respeito ao IGC e o IBOVESPA, o procedimento será simplesmente comparar o desempenho dos dois índices para o mesmo período de tempo.

### **1.5 Estrutura do Trabalho**

O presente trabalho foi dividido em 5 capítulos, sendo constituído por introdução, referencial teórico, a metodologia empregada, análise de dados e resultados obtidos, e ainda, as considerações finais.

Na introdução é apresentado o objetivo geral do trabalho juntamente dos objetivos específicos e da justificativa para sua realização, assim como a divisão da estrutura do trabalho. No capítulo seguinte, é apresentado o referencial teórico com subseções sobre governança, contendo histórico, conceitos e princípios, governança no Brasil, os conflitos de agência e revisão sobre trabalhos publicados do tema.

No capítulo 3 é apresentada a metodologia empregada no trabalho para a realização dos dados obtidos, assim como as ferramentas utilizadas para este fim. No quarto capítulo é apresentado o resultado obtido através de gráficos e tabelas e suas interpretações. No quinto e último capítulo, são apresentadas as considerações finais, bem como recomendações para futuros temas de pesquisa.



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Governança Corporativa

Nesta parte do trabalho é apresentada a base para o entendimento da governança corporativa, sua história no Brasil, seus conceitos, os segmentos de listagem na BM&FBOVESPA e os motivos que levaram para sua implementação no mercado nacional. Diante do histórico de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, podemos considerar o tema governança corporativa como recente no período de tempo em que este está inserido no mercado. Como a amplitude de discussões, os conceitos e definições para este tema são extensos, abordarei algumas deles neste trabalho.

#### 2.1.1 Histórico, conceitos e princípios

Na visão de Andrade e Rossetti (2009), os conflitos de agência são a razão fundamental para o surgimento da governança corporativa. Os autores acrescentam ainda as razões essenciais para o despertar do tema, que são: o relacionamento acionistas-corporações, a atuação da direção executiva e a constituição de conselhos de administração. Os autores complementam essa questão adicionando dois fatores, as razões externas e as razões internas para o despertar da governança.

Segundo Andrade e Rossetti (2009), as razões externas dividem-se em três grupos: a) as mudanças no macro ambiente, aqui se destacam o processo de “desfronteirização de mercados reais e financeiros” juntamente com a criação dos blocos econômicos impactando nas estratégias corporativas, uma vez que, a integração dos mercados passou a ser diferente após este momento, houve também uma onda de privatizações dizimando o Estado-empresário e abrindo novas oportunidades de negócios para as companhias privadas, completando essas mudanças, pode-se citar o estabelecimento de novos *players* no mundo dos negócios. O segundo ponto aborda as mudanças no ambiente de negócios, com as reestruturações setoriais e, mercados abertos com o rebaixamento de barreiras tarifárias tornaram o ambiente de negócios mais complexo. E por fim, o ponto c) as revisões

institucionais, caracteriza-se aqui o fato de os investidores institucionais adotarem posturas mais ativas, fortes e intervencionistas em seus países como nas companhias que estes possuíam investimento.

No que tange às razões internas, Andrade e Rossetti (2009) agrupam-nas também em três conjuntos: a) mudanças societárias, com as mudanças nas condições externas houve também um ciclo de reestruturações societárias com as privatizações, fusões e aquisições de empresas envolvendo ainda capitais estrangeiros e gerando alianças estratégicas. No conjunto seguinte é abordado: os realinhamentos estratégicos com a abertura dos mercados, as fusões e aquisições exigiram novos modelos de governança, tanto para o monitoramento da companhia como para o direcionamento das estratégicas. Por fim, c) os reordenamentos organizacionais, com destaque para a profissionalização da gestão devido à separação das funções dos acionistas, da direção executiva e dos conselhos de administração.

A separação entre propriedade e controle ocorrida devido ao crescimento e a mudança na estrutura das empresas fez com que surgisse a preocupação com a governança corporativa. Nesse sentido, Child e Rodrigues (apud CORREIA; AMARAL, 2008) afirmam que a preocupação da governança sustenta-se nos mecanismos em que os agentes buscam atingir os objetivos da organização, assegurando um retorno aceitável para os proprietários da empresa. O objetivo é garantir que os gestores dirijam as organizações honesta e eficientemente para que os investidores que aplicam recursos na companhia tenham um retorno justo e aceitável.

A governança corporativa, de acordo com Kramer et al. (2003, p.20), “pode ser definida como um empenho ininterrupto em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionista através de práticas que proporcionem maior liquidez e valorização das ações negociadas no mercado.” Kramer et al. (2003), indicam também que os investidores valorizam boas práticas de governança corporativa, pois, estes se atentam à qualidade das informações prestadas, diminuindo assim as incertezas no processo de avaliação, que acaba acarretando na diminuição do risco.

Kramer et al. (2003, p.19) também indica que “a governança depende basicamente de três fatores: 1) disponibilidade e publicação de informações relevantes (*disclosure*); 2) mecanismos e regras de conduta para a empresa; e 3) arranjos que garantam a observância das regras (*enforcement*).”

Na visão da CVM (apud CORREIA; AMARAL, 2008), o conceito de governança corporativa é tido como conjunto de práticas que protegem os investidores, empregados, credores e as partes interessadas, e assim, otimizando o desempenho da respectiva companhia e facilitando o acesso ao capital.

Ainda sobre a CVM (apud SILVA, 2005): “a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento de acionistas e prestação de contas.”

O IBGC em seu canal eletrônico (2011) define a governança corporativa como:

É o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

No que tange aos princípios básicos da governança corporativa, o IBGC (2010) sustenta que são:

- a) Transparência: além de informar o que é imposto por disposição de lei ou regulamento, transparência é o desejo de disponibilizar as informações que podem impactar o negócio para as partes interessadas. Essa adequada atitude gera um clima de confiança entre as partes envolvidas, tanto internamente, como na relação com terceiros;
- b) Equidade: esse conceito trata do senso de justiça de todos os sócios e partes interessadas na organização (*stakeholders*), respeitando os direitos de cada um;
- c) Prestação de contas (*accountability*): diz respeito à prestação de contas por parte dos agentes de governança, que são os sócios, administradores (conselheiros de administração e executivos/gestores), conselheiros fiscais e auditores. Estes devem assumir integralmente as consequências de seus atos e omissões;
- d) Responsabilidade Corporativa: é dever dos agentes de governança zelar pela sustentabilidade da organização, buscando a longevidade desta e ainda incorporando considerações de ordem social e ambiental nos negócios e nas operações.

Já para a BM&FBOVESPA (2011g), governança corporativa é um sistema onde as empresas são geridas a partir do relacionamento entre os acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselhos fiscais. Ponto importante a destacar é que “boas práticas de governança corporativa visam aumentar o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade” (BM&FBOVESPA, 2011g).

De acordo com Silva (2006, p. 16), a governança corporativa, por meio de regras, procedimentos, atitudes e instituições, suporta os administradores a atender os interesses dos

chamados stakeholders da companhia, os financiadores e partes interessadas da empresa, principalmente os acionistas, que são os shareholders. Essas práticas buscam assim, evitar que uma dessas partes seja expropriada pela outra. Seguindo este raciocínio, Day (apud BRUM, 2006) afirma que este conceito e os demais mostram que a governança corporativa dirige e gerencia os negócios da companhia objetivando aumentar o valor dos acionistas com objetivo secundário de garantir a viabilidade financeira da empresa.

Em função da grande diversidade de conceitos que se pode verificar sobre governança corporativa e o recente desenvolvimento desta, Andrade e Rossetti (2009) apresentam a governança em quatro grupos, como se pode observar a seguir.

O primeiro grupo trata a governança como guardião de direitos das partes interessadas nas empresas. Nesse aspecto, destaca-se a definição de Monks e Minow (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 138):

A governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: a) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas o emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas.

O segundo grupo feito por Andrade e Rossetti (2009), afirma que, a governança é um sistema de relações pelo qual as companhias são dirigidas e monitoras. Sobre ponto, o IBGC (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 139) apresenta o seguinte conceito:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.

No terceiro grupo de definições de governança, que, admite a governança como estrutura de poder que se observa no interior das corporações, Hitt, Ireland e Hosksson (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 139) fazem a seguinte observação:

Como a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Neste sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação de resultados.

Por fim, o quarto grupo que trata a governança como sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias, Claessens e Fan (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 140) declaram o seguinte:

A governança corporativa diz respeito a padrões de comportamento que conduzem à eficiência, ao crescimento e ao tratamento dado aos acionistas e a outras partes interessadas, tendo por base princípios definidos pela ética aplicada à gestão de negócios.

Com base em consulta no endereço eletrônico do IBGC (2011), a governança corporativa surgiu para afastar os conflitos de agência, onde, a separação entre a propriedade e a gestão empresarial e os interesses de um ou outro agente nem sempre estando alinhados, resultam no chamado conflito de agência. Esse fato fez com que se iniciasse na década de 1990, principalmente nos Estados Unidos, a preocupação com a necessidade de novas regras que protegessem os acionistas dos abusos, da inércia e das omissões das diretorias executivas das empresas, dos conselhos de administração e das auditorias externas.

De acordo com Correia e Amaral (2008), a OCDE entre outras instituições, “elaboraram códigos com princípios definidores de boa governança, os quais estabelecem como objetivo principal da empresa a otimização do retorno dos seus acionistas”.

Para a OCDE (apud MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006, p. 69) a empresa com práticas de boa governança detém os seguintes princípios:

- 1) Reconhece e protege os princípios dos acionistas;
- 2) Trata todos os acionistas equitativamente, incluindo os minoritários e estrangeiros;
- 3) Adota processos e procedimentos para corrigir as violações desses direitos;
- 4) Proíbe a negociação de ações com base em informações privilegiadas;
- 5) Reconhece e protege os direitos de outras partes interessadas;
- 6) Desenvolve mecanismos de informação para que todas as partes interessadas participem do processo de governança.

No que se refere à construção da governança corporativa no mundo, Andrade e Rossetti (2009) apresentam três marcos históricos que podem ser considerados como pilares da moderna governança corporativa: o ativismo pioneiro de Robert Monks, o Relatório Cadbury e os Princípios da OCDE, sendo estes três marcos, complementares no desenvolvimento e na influência de governança nas companhias.

Num cenário de intensa transformação organizacional como: agigantamento das corporações, dispersão do capital de controle, processos de fusões e aquisições, proprietários ausentes e passivos entre outros, surge o ativismo de Monks na década de 1990. Este se

baseou na passividade dos acionistas com as práticas oportunistas dos gestores das companhias americanas, ou seja, as suas motivações foram os conflitos de agência. Assim, seu foco foi nos direitos dos acionistas e conseqüentes mobilizações para o exercício de um papel ativo nas corporações, levando-o para os conselhos destas companhias e fazendo-o participar de processos decisórios. Seus resultados são classificados em imediatos e duradouros, nos resultados imediatos destacam-se a revelação de desvios nas práticas das companhias, a mobilização de acionistas individuais e institucionais e o maior respeito pelos justos direitos dos proprietários. Os resultados duradouros foram a institucionalização das práticas de governança corporativa e as novas proposições normativas e a maior intervenção nos mercados (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

De acordo com Andrade e Rossetti (2009), o segundo marco histórico da construção da governança corporativa, o Relatório Cadbury, teve seu foco na prestação responsável de contas e na maior transparência das organizações, principalmente em aspectos financeiros e nos papéis dos acionistas dos conselhos, dos auditores e dos executivos. Sua divulgação, em Dezembro de 1992, além do Reino Unido teve influência também sobre a gestão de corporações em outros países como Canadá, Estados Unidos, França e Austrália. O Relatório pregou o papel mais ativo dos investidores institucionais sobre as corporações, o fortalecimento dos canais de comunicação entre acionistas, conselheiros e diretores executivos e, por fim, um maior envolvimento do governo no mercado juntamente com uma nova era de auto-regulação.

O terceiro marco histórico da governança corporativa, segundo Andrade e Rossetti (2009), foi estabelecido pela organização multilateral OCDE, sendo este, o marco mais recente e de maior alcance pela abrangência como também pela difusão internacional dos princípios da boa governança. O trabalho sobre governança corporativa pela OCDE foi concluído em 1999, sendo estes na época seus principais princípios: não existe um único modelo de governança corporativa, assim, cada país necessita adaptar sua aplicação à sua situação jurídica e econômica; a necessidade de inovação e adaptação das práticas de governança corporativa por parte das corporações, atendendo às exigências institucionais e de mercado; responsabilidade dos governos na criação de regulação proporcionando melhor flexibilidade e funcionamento eficaz dos mercados; decisão sobre as práticas de governança corporativa por parte dos órgãos reguladores do mercado de capitais, as corporações e seus acionistas; os princípios de governança como fatores que confirmem a integridade do mercado e o desempenho econômico dos países; e por fim, a natureza evolutiva dos princípios

de governança corporativa, devendo ser revistos toda vez que ocorrerem mudanças significativas no cenário corporativo.

A difusão mundial das boas práticas de governança corporativa ocorreu a partir dos princípios da OCDE. Desde países emergentes a países desenvolvidos de todos os continentes tiveram acesso às práticas e aos princípios da boa governança difundidos por grandes investidores institucionais, a partir de 1995 com a *International Corporate Governance Network* (ICGN) (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Por fim, de acordo com Vieira e Mendes (2004), tanto a experiência internacional como a brasileira mostram que os investidores preferem empresas com maior nível de governança corporativa. Segundo estudos realizados por Nick Bradley, da Standard & Poor's Governance Services (apud VIEIRA; MENDES, 2004, p. 110):

... in countries where higher investor protection measures existed, and where corporate governance standards were higher, the impact of economic crises was, relatively speaking, less. Studies in the US have examined the depreciation of currencies and the decline of the stock markets in a number of emerging economies during the Asian crisis of 1997-98. The studies revealed that countries with higher standards of investor protection were, relatively speaking, better insulated against market turmoil than those countries where investor protection laws were weak.

### 2.1.2 Governança Corporativa no Brasil

De acordo com Vieira e Mendes (2004) e Filho (1998), a formação das empresas brasileiras e o seu desenvolvimento no Brasil foram baseadas na sua grande maioria, em uma estrutura familiar. Com o crescimento das empresas e a expansão dos negócios, a necessidade de crédito aumenta e conseqüentemente a estrutura de capital é alterada para dar suporte à expansão da escala produtiva. Diante deste novo contexto, as empresas iniciam a abertura de capital, aumentando o número de proprietários e a necessidade de uma administração profissional. Empresas que até os anos 80 eram estatais passam a ter novo controle, a empresa familiar nacional encontra-se sob pressão, seja pela dificuldade de ajuste da estrutura de capital ou pela dificuldade de uma economia com maior exposição ao capital externo. Novos agentes passam a ter importância no controle de grandes empresas nacionais: investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão e investidores externos, estabelecendo assim, novas formas de governança corporativa presentes na economia brasileira.

Ainda recente, o movimento de governança corporativa no Brasil é reflexo do desenvolvimento do mercado de capitais e do desenvolvimento econômico dos últimos anos. A característica no controle das companhias é ser concentrada com forte presença de um acionista controlador, estrutura esta, não condizente como as melhores práticas de governança corporativa, assim, ou as empresas brasileiras têm propriedade familiar, ou, são formadas por conselhos de administração parecidos com o adotado pela estrutura familiar (SILVA, 2005).

Andrade e Rossetti (2009) apresentam uma tabela sobre este ponto a ser visto a seguir:

**Tabela 1 - Composição do capital das companhias brasileiras.**

Maiores Acionistas		Companhias com um acionista majoritário		Companhias sem um acionista majoritário		Total da amostra	
		Capital volante	Capital total	Capital volante	Capital total	Capital volante	Capital total
<b>Maior</b>		76%	54%	37%	23%	72%	51%
<b>Três maiores</b>		88%	65%	62%	41%	85%	62%
<b>Cinco Maiores</b>		89%	65%	66%	44%	87%	63%
<b>Amostra</b>	<b>Número</b>	<b>203</b>		<b>22</b>		<b>225</b>	
	<b>% sobre total</b>	<b>90,2%</b>		<b>9,8%</b>		<b>100,0%</b>	

**Fonte:** SILVA, André Luiz Carvalhal da. A Influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2002.

Siffert (apud NISHI, 2003) afirma que o capital estatal, o capital privado nacional e o capital estrangeiro fomentaram o crescimento econômico brasileiro após os anos 30. O capital estatal direcionou-se no fornecimento de infra-estrutura, o capital nacional à agropecuária e indústrias leves e, o capital estrangeiro, bens de consumo com maior conteúdo tecnológico. O período após a Segunda Guerra até os anos 70 é de grande investimento estatal para a economia brasileira, aumentando consideravelmente a industrialização, assim como a diversificação. Porém, a partir dos anos 80, na chamada “década perdida”, a capacidade de investimento do governo acaba, acarretando em uma década de crescimento econômico irrisório. A partir dos anos 90, a economia brasileira passa por uma série de transformações, com destaque para a questão da globalização. Foi neste período que o país abriu-se para o capital estrangeiro, a abertura econômica sendo iniciada no governo Collor, passa para as privatizações que ocorrem no governo Fernando Henrique Cardoso com destaque para a fusão e aquisição de grandes empresas.

Andrade e Rossetti (2009) colocam que até os anos 90 a postura estratégica nacional foi a cartorização e a cartelização, ou seja, no Brasil havia um parque produtor estatizado nos segmentos considerados estratégicos, constituindo características protecionistas à entrada de



competidores estrangeiros. A presença de companhias internacionais era admitida somente onde a capacidade tecnológica brasileira fosse frágil, como nos setores químico, farmacêutico, automobilístico e eletrônico.

Na transição política ocorrida em 1989, novos movimentos estratégicos surgiam no contexto econômico. O primeiro aspecto considerado são as privatizações, invertendo a tendência de fortalecimento do Estado empreendedor. Começando fortemente em 1991, houve duas privatizações no setor siderúrgico e duas no setor ferroviário, passando nos anos seguintes para os setores petroquímico, de fertilizantes, mineração, energia elétrica e financeiro totalizando em mais de 100 empresas privatizadas e em torno de US\$ 98,3 bilhões de ativos transferidos ao setor privado (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

O segundo ponto destacado por Andrade e Rossetti (2009) é a quebra de barreiras de entrada ao ingresso de capitais estrangeiros, o fato gerou ao país aumento da participação nos fluxos mundiais de investimento estrangeiro para países emergentes, passando de pouco menos de US\$ 1 bilhão de média anual nos anos 80, para aproximadamente US\$ 28 bilhões no quadriênio 1998-2001.

Outro aspecto apresentado por Andrade e Rossetti (2009) foi o ciclo de fusões e aquisições associável ao ato de abertura econômica. Os autores destacam o período entre 1990 e 2007, onde ocorreram 5.374 transações.

O quarto movimento de alto impacto na economia foi a abertura dos mercados com ampla redução dos mecanismos de proteção tarifária. No patamar de 40% no final dos anos 80, as tarifas passam para 12% no final dos anos 90 (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

O quinto e último fator levantado por Andrade e Rossetti (2009) é o *trade-off* estabelecido entre a abertura dos mercados, as privatizações, o ciclo de fusões e aquisições e o aumento expressivo da produtividade industrial, onde, a abertura comercial apresenta correlação inversa com a produtividade industrial. Os autores mostram uma tarifa média de importação de 41,0 em 1989 e a produtividade em base 100,0; no ano de 2007 a tarifa média de importação passa para 12,8 e a produtividade industrial para 173,8. Esse aumento na produtividade, porém, pode ser explicado ainda por outras variáveis como, o fim do ciclo inflacionário e os investimentos em modernização tecnológica.

Silveira (apud NISHI, 2003, p. 45) apresenta outros fatos históricos que ocorreram no intuito de informar e melhorar a gestão das empresas devido às dificuldades que estas estavam enfrentando com a nova realidade da globalização:

- A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995;
- A aprovação da lei Nº 10.303 de 31 de Outubro de 2001, conhecida como a nova Lei das SAs;
- A criação dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação de recursos dos fundos de pensão;
- A definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

Em 15 de Dezembro de 1976, é constituída a Lei 6.404 em substituição ao Decreto-Lei 2.627, de 1940. A Lei 6.404 inaugurou a era da Sociedade por Ações no país, já que, a anterior era voltada para as empresas familiares da época. Esta nova lei, assim, mostrou-se mais abrangente e sofisticada inserindo novas regras contábeis, a representação de votos e o Conselho de Administração (OKIMURA, 2003).

Para Pinheiro (2008), o primeiro ato para fortalecer a governança corporativa no país, foi a fundação do IBCA em 1995, atualmente conhecido como IBGC. A privatização e a abertura de capital das empresas juntamente com a alteração na estrutura societária das mesmas fizeram com que estas se sentissem necessitadas a se adaptarem às exigências e aos padrões internacionais. Por fonte de pressão por parte dos investidores, a necessidade de boas práticas de governança acarretou no primeiro código sobre o tema, publicado pelo IBGC em 1999 abordando o funcionamento, composição e contribuições do Conselho de Administração.

No ano de 2001, o primeiro código do IBGC foi revisado com ampliação dos temas abordados dividido em seis partes: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria, conselho fiscal, ética e conflitos de interesse; difundindo os valores essenciais e abordando pontos cruciais sobre governança corporativa. Houve outra versão do código, esta editada em 2004, dessa vez o código incluiu temas como, responsabilidade corporativa, conselho de família, *free float*, maior detalhamento dos atributos e do escopo de atuação de conselheiros independentes e a constituição de auditoria (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

O código do IBGC apresenta dois aspectos interessantes a serem tratados, um sobre direitos e o outro sobre processos. Sobre os direitos dos acionistas, o código do IBGC propõe adoção de práticas além das que já são divulgadas pela Nova Lei das S.A. A primeira proposta é fundamentada no conceito “uma ação, um voto”, ou seja, estender a todas as ações o direito de voto sendo o melhor e mais eficiente instrumento para redução de conflitos e

custos de agência. A segunda proposta é, no caso de transferência de controle, o prêmio pago pelo adquirente da companhia deve chegar a todos os sócios, não apenas aos participantes do bloco de controle, e ainda haver total transparência sobre as condições da aquisição. A terceira ação é definir nos estatutos, com clareza, as situações que o sócio tem direito a retirar-se da companhia, e ainda receber pelas suas ações um reembolso correspondente ao valor econômico da empresa (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

No campo dos processos de governança, a proposta do IBGC é para que o conselho e os conselheiros da administração sejam formalmente avaliados com periodicidade anual. As avaliações servirão para as indicações de reeleição e fundamentam-se na abrangência de atuação dos conselheiros e nas qualificações. Outras recomendações sobre processos baseiam-se em três princípios presentes nos capítulos do código: 1. indicação das competências requeridas; 2. formalização; e 3. atuações com independência, ainda que pautadas por relacionamentos internos mutuamente benéficos (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Já em 2002, a CVM publica sua cartilha sobre o assunto com recomendações acerca do relacionamento dos administradores, acionistas, conselheiros e auditores nas empresas de capital aberto. A adoção de tais práticas significaria a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos por lei, ou ainda, pela própria regulamentação da CVM (OKIMURA, 2003).

Sobre a CVM, Okimura (2003, p.52) afirma o seguinte:

A principal recomendação da CVM em relação à estrutura de propriedade das empresas abertas é a de não elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecido pela lei 10.303/01, para as companhias abertas que já tenham mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais, já que o limite de 50% só é válido legalmente para novas companhias ou companhias fechadas que queiram abrir o capital. O principal argumento da CVM é o objetivo de estimular que as companhias tenham cada vez mais o capital composto por ações com direito a voto.

Entre 1976 e 1997 o número de empresas negociando na BM&FBOVESPA teve crescimento na ordem de 41%, houve expansão e diversificação do crédito, fazendo com que as empresas apresentassem um grau de alavancagem maior. Com um movimento de aproximadamente US\$ 198 milhões ao dia na BM&FBOVESPA, em 1997, a Lei das S.A. apresenta algumas modificações. Já, a partir de 2001, novas mudanças são apresentadas com a Lei 10.303, a nova Lei das S.A., favorecendo a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais com a redução dos riscos pelos acionistas minoritários e sua maximização na participação no controle da empresa, caracterizando as novas práticas de governança

corporativa que vinham se desenvolvendo no Brasil e no mundo. O objetivo principal desta nova lei era fazer com que a concentração acionária diminuísse no mercado de capitais brasileiro. (VIEIRA; MENDES, 2004).

Complementando a questão da nova Lei das S.A., Nishi (2003, p.47) apresenta algumas importantes modificações inovadoras desta em relação à antiga (Lei 6.404/76):

- A proporção entre ações ordinárias e preferencias passa a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei (na antiga a proporção era de 2/3 para preferencias e 1/3 para ordinárias);
- Os preferencialistas terão direito, desde que representem no mínimo 10% do capital social da companhia, a eleger um membro do Conselho de Administração;
- Os acionistas minoritários poderão eleger um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto.
- A possibilidade de participação no Conselho de Administração de representantes dos empregados, facultada à decisão da empresa;
- Oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, em caso de alienação direta ou indireta de controle, das demais ações ordinárias por preço equivalente a no mínimo 80% do preço pago por cada ação do bloco de controle;
- Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador;
- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira.

Apesar dos esforços para uma melhora da estrutura do mercado de capitais brasileiro, Andrade e Rossetti (2009) mostram os dados sobre a evolução das companhias abertas registradas e com ações negociadas em bolsa, conforme a tabela a seguir:

**Tabela 2 - Evolução das companhias abertas registradas e com ações negociadas em Bolsa.**

Anos(a)	Companhias Registradas(a)	Companhias com ações negociadas em bolsa(b)	Evolução 1995 = 100,0	
			Registradas	Negociadas
1995	870	543	100,0	100,0
1996	920	550	105,8	101,3
1997	966	536	111,0	98,7
1998	900	527	103,5	97,1
1999	883	478	101,5	88,0
2000	852	459	97,9	84,5
2001	831	428	95,5	78,8
2002	793	399	91,2	73,4
2003	718	369	82,5	68,0
2004	652	358	74,9	65,9
2005	621	343	71,4	63,2
2006	625	350	71,8	64,5
2007	688	404	79,1	74,4
2008(b)	686	393	78,9	72,4

(a) Em dezembro de cada ano.

(b) Em novembro.

**Fonte:** CVM - Comissão de Valores Mobiliários Assessoria Econômica - ASE

Andrade e Rossetti (2009) citam também o declínio no número de emissões primárias de ações e de debêntures conversíveis no período 1995-2008. À essa redução no número de companhias registradas com ações negociadas em bolsa, apresentam-se alguns fatores:

- a) Nova regulação do mercado com a nova Lei das S.A. em 2001, algumas empresas fecharam o capital devido à dificuldade prevista no relacionamento com seus acionistas minoritários;
- b) Volatilidade elevada no mercado acionário interno;
- c) Baixo índice de pulverização da propriedade acionária devido às privatizações, concentrando a propriedade na mão de poucos e caracterizando assim, perda de oportunidade de ampliação e democratização do mercado;
- d) Redução dos investimentos produtivos em relação ao PNB em função da atratividade do mercado de renda fixa, alto custo de capital e, carga tributária elevada sobre as empresas.

A base para não haver maior fragilidade do mercado foi o ingresso de investidores estrangeiros com a abertura econômica a partir dos anos 90; a ampliação dos investimentos dos investidores institucionais; e a criação dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Com um cenário enfraquecido por parte do mercado de capitais no Brasil e diante de riscos macroeconômicos nos mercados emergentes no radar dos investidores globais, devido

às sucessivas crises vividas no final da década de 1990, ganhou destaque a qualidade do sistema regulatório do mercado de capitais. Paralelamente às alterações na legislação, a então ainda somente BOVESPA, estabeleceu segmentos especiais de listagem próprias, contribuindo e incentivando para a melhoria da governança nas companhias listadas na Bolsa e, conseqüentemente, a elevação da atratividade do mercado de capitais para os investidores (SANTANA, 2008).

Por fim, no Brasil, a governança corporativa tem um índice representado na BM&FBOVESPA, o IGC. O objetivo deste índice, assim como o IBOVESPA, é refletir o desempenho de uma carteira teórica de ações de empresas que têm como característica apresentar bons níveis de governança corporativa. Estas empresas, para estarem no índice, devem ser negociadas no Novo Mercado, ou ainda, estarem classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2011c). Para analisar as companhias listadas na Carteira Teórica do IGC válida para a data de 12/09/2011, por favor, verifique o ANEXO A.

A explicação sobre a evolução da governança corporativa no Brasil deve ser finalizada com a caracterização da criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, os quais serão tratados nos tópicos seguintes.

### 2.1.3 Segmentos Especiais de Listagem

Segundo Pinheiro (2008, p.97), “os segmentos de listagem para sociedades anônimas foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos acionistas e a valorização das sociedades.”

O Novo Mercado, o Nível 1 e Nível 2, Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, foram implantados em dezembro de 2000 pela BM&FBOVESPA. O motivo que determinou seu desenvolvimento foi de proporcionar um ambiente adequado de negociação e que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias (PROCIANOY; VERDI, 2009).

Os segmentos especiais de listagem foram criados visando proporcionar um ambiente de negociação estimulante e interessante para os investidores para a valorização das companhias. A adesão aos níveis diferenciados de governança é voluntária, no entanto, é necessário haver assinatura de contrato de adesão envolvendo os controladores, os administradores, neste caso os Conselhos de Administração e Diretoria Executiva, e a bolsa.

A migração para esses mercados traz expectativa de que as ações da empresa passem a ter maior valorização, maiores retornos positivos e maior volume de negociação (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

O que se pode absorver de tudo que foi explanado é que, as empresas que estão listadas nesses segmentos aumentam os direitos societários dos acionistas minoritários e ampliam a transparência das suas companhias por meio de divulgação de maior volume de informações, com qualidade maior, maior proteção e maior presença do investidor no mercado, principalmente o minoritário, sendo assim, adotam melhorias nas práticas de governança corporativa e facilitam aos acionistas o acompanhamento do desempenho da sua ação.

#### 2.1.3.1 Nível 1 de Governança Corporativa

O Nível 1 é o segmento de entrada para o Novo Mercado. Basicamente, a empresa Nível 1 compromete-se, principalmente, na melhoria no padrão das prestações de informações ao mercado e com a dispersão das ações (BRUM, 2006).

De acordo com Andrade e Rossetti (2009, p.440), as condições exigidas às empresas para listarem-se no Nível 1 são as seguintes:

- Free-float. Manutenção em circulação de parcela mínima de ações, representando 25% do capital.
- Informações adicionais. Além das informações trimestrais e anuais obrigatórias por lei, abrir para o mercado demonstrações consolidadas; revisão especial emitida por auditor independente; fluxos de caixa da companhia e do consolidado; quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos controladores, por conselheiros e por diretores executivos, indicando a sua evolução nos últimos doze meses; quantidade das ações em circulação, por tipo e classe.
- Dispersão. Mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital.
- Partes beneficiárias. Proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação.
- *Disclosure*. Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos da companhia, por parte de seus acionistas, controladores ou administradores.
- Subsídios para análise. Nos prospectos de oferta pública de ações, abrir informações sobre descrição dos negócios, processos produtivos e mercados, fatores de risco dos negócios da empresa, avaliação da administração e outros elementos que subsidiem o processo de precificação.
- Posições acionárias. Abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante.

- Acordos de acionistas. Divulgação de acordos de acionistas, para boa compreensão das regras que regem o relacionamento entre os controladores.
- *Stock options*. Divulgação dos programas de opções de aquisição de ações destinados aos administradores.
- Negócios com ações. Obrigatoriedade de divulgação mensal dos negócios com ações da empresa por parte de controladores, administradores e conselheiros fiscais.
- Reunião pública. Realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, seus projetos e perspectivas.
- Calendário anual. Disposição para o mercado do calendário anual dos principais eventos corporativos, como assembléias e reuniões de divulgação de resultados.
- Sanções. Divulgações dos nomes das companhias às quais forem aplicadas penalidades pela BM&FBOVESPA.

Merece destaque ainda a concessão de *Tag Along* (em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações) de 80% para ações ON (conforme legislação), a permissão de existência de ações ON e PN (conforme legislação) e as demonstrações financeiras traduzidas também para o inglês, conforme consulta eletrônica no site da BM&FBOVESPA (2011d).

Para visualizar a tabela com as ações listadas no Nível 1 de Governança Corporativa válida para a data de 29/10/2011, siga para o ANEXO B.

#### 2.1.3.2 Nível 2 de Governança Corporativa

Para classificação no Nível 2, a companhia deve apresentar as obrigações assumidas para listagem no mercado do Nível 1 adicionadas de um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais aos acionistas minoritários, por exemplo (ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 441):

- Padrões internacionais. Elaboração de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais. IASC – *International Accounting Standards Committee* ou *US GAAP – Generally Accepted Accounting Principles in the United States*.
- Direito de voto. Concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais, para matérias de alta relevância corporativa: a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; b) aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outros em que possa haver conflitos de interesses; c) avaliação de bens que concorram para o aumento de capital; e d) escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, na hipótese de fechamento de capital.



- Fechamento de capital. Oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada, selecionada, pela Assembléia Geral, de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. A escolha será por maioria absoluta dos votos das ações em circulação, independentemente de sua espécie ou classe.
- Controle difuso. Nas companhias em que o controle não é exercido por um acionista controlador formalmente caracterizado, a BM&FBOVESPA conduzirá o processo de oferta pública de aquisição de ações para a saída desse segmento de mercado.
- Conselho de Administração. Constituição desse órgão de governança por; no mínimo, cinco membros, com mandatos que podem estender-se para até dois anos. A proporção de conselheiros independentes deverá ser; no mínimo, de 20%.
- Arbitragem. Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, à qual serão submetidos todos os conflitos que possam surgir da aplicação de disposições legais, dos compromissos adicionais para a listagem nos segmentos diferenciados de mercado, das normas de órgãos reguladores e das relações acionistas-conselhos-direção.

O Tag Along para o Nível 2 será de 100% para as ações ON e PN, medida esta adotada a partir de 10/05/2011, conforme consulta eletrônica no site da BM&FBOVESPA (2011e).

Para visualizar a tabela com as ações listadas no Nível 2 de Governança Corporativa válida para a data de 29/10/2011, siga para o ANEXO C.

#### 2.1.3.3 Novo Mercado

O Novo Mercado é o segmento mais elevado de padrão de governança corporativa, voltado às empresas que venham a abrir capital na Bolsa, essa característica, no entanto, não é predominante (BM&FBOVESPA, 2011f).

Segundo Andrade e Rossetti (2009), o Novo Mercado é mais voltado para as empresas que venham a abrir capital com uma distribuição pública de pelo menos R\$ 10 milhões; empresas de capital aberto que tenham ao menos 500 acionistas, sendo apenas ações ordinárias e; empresas de capital aberto com ações preferenciais podendo convertê-las em ordinárias.

Santana (2008, p.11) cita que

A premissa básica que norteou a criação do Novo Mercado, segmento especial de listagem da BOVESPA para empresas que se comprometem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa, foi de que a redução da percepção de

risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. Especificamente, a Bolsa considerou que a percepção de menor risco ocorreria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução na assimetria de informações entre controladores / administradores das empresas e participantes do mercado.

Algumas das regras aplicáveis às companhias do Novo Mercado, que são adicionadas às regras aplicadas no Nível 1 e Nível 2, em relação aos direitos dos acionistas e à estrutura de governança podem ser vistas a seguir (BM&FBOVESPA, 2011f):

- a) o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- b) no caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);

Para visualizar a tabela com as ações listadas no Novo Mercado, válida para a data de 29/10/2011, siga para o ANEXO D.

#### 2.1.3.4 Bovespa Mais

O segmento Bovespa Mais foi criado pela BM&FBOVESPA com o intuito de tornar o mercado acionário mais acessível a um número maior de empresas, principalmente para empresas de pequeno e médio porte que desejam entrar aos poucos no mercado. Considerando esta uma importante fonte de recursos, essas empresas buscam diferentes estratégias para ingresso no mercado, como por exemplo: captação de volumes menores e aumento de exposição junto ao mercado para criar valor e posteriormente realizar distribuições mais concentradas (BM&FBOVESPA, 2011h).

Para visualizar a tabela com as ações listadas no Novo Mercado, válida para a data de 29/10/2011, siga para o ANEXO E.

## 2.2 Teoria da Agência

Um dos motivos para a inicialização do estudo sobre governança corporativa no Brasil e no mundo são os chamados conflitos de agência. Com as empresas evoluindo para se tornarem uma grande rede de relacionamentos e tornando-se cada vez mais complexas,

eventuais conflitos acontecem, e com isso, alteram o modo de se fazer negócios no mundo corporativo cada vez mais globalizado.

Chandler, Williamson e Jensen (apud CORREIA; AMARAL, 2008) explicam que as organizações encontram-se num novo contexto e numa nova era do capitalismo. Para os autores, as características estruturais das empresas, sua forma de organização juntamente com sua governança, deveriam estar interligadas sistematicamente respondendo às consequências econômicas. Segundo os autores, a empresa moderna passou a depender além dos interesses dos superiores hierárquicos, mas também, de aspectos externos e de novos proprietários detendo parte do patrimônio, os acionistas. Estes, com capital investido na estrutura objetivando resultado para maximizar sua riqueza.

O propósito de uma empresa consiste em maximizar a riqueza dos seus proprietários, no entanto, a organização divide-se pelas relações contratuais entre indivíduos que geralmente têm “interesses, motivações e objetivos conflitantes”. A teoria da agência procura, então, analisar esses tipos de relacionamentos tentando buscar uma solução para as divergências entre os proprietários e os gestores da organização (CORREIA; AMARAL, 2008).

De acordo com Brealey e Myers (2003), uma empresa, quando organizada como uma corporação – principalmente as companhias de capital aberto - pode atrair diferentes tipos de investidores, desde o investidor que possua uma única ação valendo alguns poucos Reais com direito a apenas um voto e recebendo um valor insignificativo dos lucros e dividendos, até os fundos de pensão com suas carteiras astronômicas com direitos ponderados ao tamanho de sua participação na empresa. Os autores argumentam que, embora os acionistas sejam os donos da empresa, eles não participam de sua administração e que, esse distanciamento da administração e os proprietários dá sustentação à corporação.

Para Brealey e Myers (2003), a separação entre a administração e a propriedade de uma companhia é uma necessidade prática, pois, podendo ter milhares de acionistas, nem todos poderiam envolver-se na administração. Para os autores, essa separação traz vantagens, como, permitir que a propriedade da empresa mude sem interferir nas suas operações, empregar gestores profissionais, etc. No entanto, caso os objetivos dos gestores e dos proprietários divergir, a separação pode gerar problemas. Entre os problemas relacionados estão a procura de um estilo de trabalho que favoreça os gestores em vez de os acionistas, tentativa de construir seu patrimônio às custas do capital dos acionistas, etc. Assim, “ os acionistas querem que a administração aumente o valor da empresa, mas os gestores podem ter seus próprios interesses” (BREALEY; MYERS, 2003).

Além desse tipo de divergência comentada, Ross, Wersterfield e Jordan (1998) trazem os conceitos de relação de *agency* e problema de *agency* ao tema de teoria da agência. Para os autores, a relação de *agency* é a relação entre os acionistas e administradores, essa relação ocorre toda vez que alguém (principal) contrata outra pessoa (agente) para cuidar de algum interesse seu. Já, o problema de *agency*, ocorre quando há conflitos de interesses entre o principal e o agente.

Numa corporação, os administradores seguirão dois fatores para agir de acordo com os melhores interesses dos acionistas: o alinhamento entre os objetivos dos administradores e os objetivos dos acionistas levando em conta a maneira como aqueles são remunerados e, por último, a possibilidade de substituição dos administradores se estes não atuarem em linha com os objetivos dos acionistas (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 1998).

Para Lameira (apud CHING; MARQUES; PRADO, 2007, p. 300), a teoria da agência decorre da relação entre o administrador (agente) e o controlador (principal), o autor argumenta que existem conflitos entre ambas as partes quando se trata do destino da empresa, como se segue:

Ao administrador interessa uma empresa forte e crescente, que tenha condições para sobreviver e assegurar seu emprego e poder. Ao acionista interessa maximizar seu investimento conseguindo sempre os melhores retornos para suas aplicações, o que pode não ampliar os negócios da empresa, mas, ao contrário, usufruir de seus recursos na forma de dividendos, ou pode-se mesmo vender a empresa e aplicar em outro investimento.

Sobre essa questão, Nishi (2003) argumenta que, como em muitas das grandes corporações a propriedade encontra-se separada da gestão, a gestão da firma é executada por um administrador (agente) nomeado pelo proprietário/acionista (principal). O conflito de agência configura-se assim, pois, há assimetria de informações entre as duas partes, o gestor possui informações que o proprietário eventualmente desconhece.

Segundo Siffert (apud NISHI, 2003, p. 24), a teoria da agência orienta-se pelas relações entre um indivíduo (o principal) e outro (o agente), onde, há três condições básicas:

- a) O agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;
- b) A ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos);
- c) As ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes.

Em complemento a essa discussão, Silveira e Toraiwa (apud NISHI, 2003, p. 24) afirmam que, quando os administradores tomam atitudes em vista a maximizar seu benefício pessoal e não ao dos acionistas ocorre o problema da agência. Dentre as formas pelas quais o agente pode expropriar a riqueza dos acionistas, investidores, ou do principal, os autores citam:

- Pela determinação de remuneração abusiva para si próprios;
- Pelo roubo dos lucros;
- Pela venda da produção, ativos, ou títulos da empresa abaixo do preço de mercado para outra empresa das quais são controladores;
- Pela designação de membros da família desqualificados para posições gerenciais (nepotismo);
- Pelo empreendimento de projetos devido ao seu gosto pessoal e não devido a estudos técnicos de viabilidade.

Dessa forma, Ching, Marques e Prado (2007) e Silveira (2002) colocam que os conflitos nas empresas, como o da agência, levam a confrontos também na administração da empresa, sendo assim, no seu governo. Adiciona-se a isso também o conflito entre acionistas controladores e minoritários, podendo, portanto, causar problemas de governança corporativa.

Para Jensen e Meckling (apud SILVEIRA, 2002), as divergências entre acionistas e gestores podem ser limitadas fazendo uso de monitoramento das atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais. Visto que, desta forma, aos acionistas são somados custos para alinhar seus interesses aos dos gestores, assim chamados custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (apud SILVEIRA, 2002, p. 13), os custos de agência são a soma dos:

1. Custos de criação e estruturação dos contratos entre o principal e o agente;
2. Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
3. Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
4. Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Concluindo, Silveira (2004) argumenta que a expropriação de riqueza dos acionistas pelos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores de empresas com estrutura concentrada, decorrentes do problema de agência, ocasionou a necessidade de adoção de práticas de governança corporativa nas empresas. Seguindo nessa lógica, Correia e Amaral (2008) afirmam que os estudos sobre governança corporativa buscam a geração de valor para o acionista e “os mecanismos adotados para gerir as organizações têm como fim não o bem

estar de outros stakeholders não-financeiros tais como empregados, clientes e fornecedores, mas o aumento da riqueza dos stakeholders financeiros” (CORREIA; AMARAL, 2008, p. 381). O intuito, portanto, é tornar as companhias financeiramente atrativas aos investidores.

### **2.3 Revisão de trabalhos publicados relacionando governança corporativa e o desempenho das companhias em Bolsa**

Com o aumento no número de publicações a respeito de práticas de governança corporativa nas corporações a nível nacional e internacional, houve também aumento no número de estudos sobre os impactos dessas práticas de governança corporativa na liquidez das ações das empresas, no desempenho acionário, entre outros.

De acordo com Kramer et al. (2003), em uma pesquisa realizada pela MCKINSEY & COMPANY no ano de 2000, buscou-se identificar como os investidores aceitam e valorizam as práticas de governança corporativa. A pesquisa, realizada na Ásia, América Latina, Europa e Estados Unidos teve os seguintes resultados: 75% dos investidores entrevistados consideram que as práticas de governança corporativa são tão importantes como o desempenho financeiro da companhia; 80% dos entrevistados afirmaram que pagariam mais por ações de uma empresa bem governada, tendo nas suas características: maioria dos diretores externos e independentes, grande parte do pagamento dos diretores em ações, rápida resposta aos pedidos dos investidores para informações sobre governança, etc. Na América Latina, foi constatado que, para 52% dos investidores entrevistados, os direitos dos acionistas é o aspecto da governança corporativa mais importante, seguido por *disclosure*, com 45% dos votos. No Brasil, verificou-se que, 89% dos investidores estariam dispostos a pagar um prêmio por uma companhia bem governada.

Segundo Bradley (apud CORREIA; AMARAL, 2008), pesquisas realizadas têm mostrado que o preço de ações de companhias possuindo boa governança apresenta um desempenho superior às outras. Numa avaliação feita com 1.600 companhias pela empresa de consultoria Standard & Poor's, verificou-se uma correlação entre níveis de transparência elevados, estes sendo um dos indicadores de elevado padrão de governança, e o índice financeiro que relaciona o preço das ações com seu valor contábil. Este fato sustenta a afirmação de que os mercados recompensam as empresas que adotam padrões de governança corporativa.

Procianoy e Verdi (2009), em artigo publicado na Revista Brasileira de Finanças, estudam os determinantes e conseqüências da adesão de empresas brasileiras aos níveis de governança corporativa Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA. No trabalho apresentado, no que se refere aos determinantes de adesão aos níveis de governança corporativa, os autores encontraram que, as empresas que aderem a esses níveis se caracterizam por terem maior tamanho, maior lucratividade, maior dispersão acionária e a presença de ADR na empresa. No que tange às conseqüências da adesão, verificou-se que as empresas que aderiram aos padrões de governança apresentam maior liquidez que as empresas listadas no mercado tradicional. Adicionalmente, as empresas listadas no Nível 2 e no Novo Mercado, apresentaram aumento de liquidez em relação ao nível de liquidez anterior ao período de adesão dos padrões de governança. Os autores concluem afirmando que os resultados encontrados contribuem para a literatura de *disclosure* e de governança, pois, as empresas que aderiram aos níveis de governança são recompensadas com maiores níveis de liquidez nas suas ações.

Vieira e Mendes (2004) publicaram um artigo em 2004 na Revista do BNDES, onde buscaram analisar os efeitos das práticas de boa governança corporativa sobre as empresas. No final do seu estudo, Vieira e Mendes (2004) concluem que seu trabalho teve um resultado inconclusivo devido o tamanho da amostra existente e as mudanças ocorridas na base de dados, os autores afirmam ainda que os dados estatísticos eram muito incipientes na época para que se pudessem ter resultados definitivos. No entanto, os autores obtiveram resultados que se deve dar atenção, especialmente na superioridade das empresas com boa governança em relação às outras, como se percebe a seguir. Os autores fizeram comparações dos índices IBOVESPA, IBrX-100, IBrX-50 e o IGC, no período de junho de 2001 a setembro de 2004.

Alguns dos resultados de Vieira e Mendes (2004) foram:

a) a rentabilidade das ações de empresas classificadas em algum nível de governança da BM&FBOVESPA foi muito superior às que se encontram fora desse grupo, e ainda, a rentabilidade total de cada índice é influenciada positivamente caso haja ações com práticas de boa governança;

b) as empresas presentes no IGC apresentaram superioridade representativa em relação aos outros índices na relação entre o valor da ação e o lucro líquido por ação. O resultado decorre de uma precificação favorável do mercado, já que, a teoria afirma que as práticas de governança reduzem o custo de captação das empresas. O resultado corrobora ainda a idéia de que, o preço superior das ações em relação ao lucro líquido leva em conta o

prêmio implícito nas empresas decorrentes das práticas de governança, sendo este ainda, positivamente correlacionado com o grau de governança;

c) quando o comportamento do mercado é de tendência de baixa, verificou-se que o IGC apresenta maior rigidez, ou seja, as ações se comportam de maneira mais estável diante de tal tendência;

d) no que tange à liquidez, constatou-se que o IBOVESPA foi o índice mais líquido, enquanto que o IGC apresentou menor liquidez, caracterizando, como já esperado, um perfil de mais longo prazo dos investidores nesse grupo de ações.

Com a revisão de alguns trabalhos já publicados, constata-se que o estudo sobre os impactos de prática de governança corporativa nas empresas ainda é pouco desenvolvido. Os resultados, no entanto, mais qualitativos do que quantitativos, indicam que as práticas de boa governança são bem aceitas pelos investidores e cada vez mais empresas simpatizantes dessas práticas são mais procuradas do que as de fora do grupo.



### **3 METODOLOGIA EMPREGADA**

A metodologia empregada neste trabalho será o estudo de caso. Segundo Cervo, Bervian e Silva (2006), a metodologia de estudo de caso busca descobrir a realidade dos fatos e ao serem descobertos, guiam o uso do método. Segundo os autores, o método do estudo de caso utiliza-se da observação, descrição, comparação, análise e síntese como dispositivo ordenado para a realização da pesquisa. O estudo de caso proporciona ainda uma visão global do problema, sendo que permite o aprofundamento do conhecimento sobre o tema estudado. Sobre os procedimentos de pesquisa utilizados nos objetivos, será utilizada a pesquisa exploratória de caráter quantitativo, já que se trata de análise de desempenho, comparando um objeto com outro, ou seja, os dados são analisados com o apoio da estatística.

#### **3.1 Critérios para análise e avaliação de ações**

Um dos objetivos do trabalho é analisar e comparar o desempenho de uma amostra de ações que adotam práticas de governança corporativa listando-se ao Novo Mercado com uma amostra que não está listada neste segmento. Uma das hipóteses da governança corporativa é que as empresas que adotam essas práticas tenham melhor desempenho de suas ações, assim, o intuito deste trabalho é verificar por meio de uma carteira de ações do Novo Mercado, se estas apresentam melhor desempenho em relação à outra carteira de ações do IBOVESPA. Será verificado ainda o desempenho do índice IGC contra o do índice IBOVESPA.

No que diz respeito aos critérios de análise e avaliação de ações para o trabalho, delimitou-se que seria formada uma carteira de 10 ações integrantes do Novo Mercado para comparar com uma carteira de 10 ações integrantes do IBOVESPA. Nesta lista, um fator de rejeição de companhias listadas no IBOVESPA foi de que estas não tivessem listadas no Nível 2 de Governança Corporativa, no entanto, por restrição de número de empresas listadas com significância para análise, deixou-se que tivessem no Nível 1 de Governança Corporativa para participarem da carteira do IBOVESPA.

Para compor cada carteira, fez-se um filtro das empresas mais líquidas no primeiro dia útil de cada ano analisado (2005 a 2011), porém, é importante frisar que de um ano para outro houve alterações na composição das carteiras devido este critério de liquidez. Nas carteiras do

Novo Mercado, o total de empresas presentes no período de janeiro de 2005 a junho de 2011, foram 28. Já nas carteiras do IBOVESPA, o total de empresas presentes no período de janeiro de 2005 a junho de 2011, foram 15, no entanto, o total de *tickers* foram 17. Dessa forma, chegou-se ao resultado apresentado na tabela a seguir:

**Tabela 3 - Configuração das carteiras anuais.**

Ordem de Empresas por Liquidez	2005		2006		2007		2008	
	NM	IBOV	NM	IBOV	NM	IBOV	NM	IBOV
1	CCRO3	PETR4	LREN3	PETR4	BBAS3	PETR4	BBAS3	PETR4
2	NATU3	VALE5	CYRE3	VALE5	CSAN3	VALE5	BTOW3	VALE5
3	GRND3	TNLP4	CSAN3	BBDC4	BTOW3	BBDC4	RDCD3	BBDC4
4	SBSP3	GGBR4	NATU3	TNLP4	CCRO3	ITUB4	CCRO3	CESP6
5	DASA3	USIM5	TBLE3	VIVT4	NATU3	USIM5	LREN3	ITUB4
6	CPFE3	EMBR4	CCRO3	ITUB4	CYRE3	ITSA4	POSI3	USIM5
7	PSSA3	BBDC4	BBAS3	USIM5	SBSP3	TNLP4	EMBR3	CSNA3
8			ENBR3	ELET6	CPFE3	GGBR4	CSMG3	ITSA4
9			OHLB3	GGBR4	GFS3	AMBV4	NATU3	CMIG4
10			SBSP3	CSNA3	LREN3	ELET6	GFS3	GGBR4

Ordem de Empresas por Liquidez	2009		2010		2011	
	NM	IBOV	NM	IBOV	NM	IBOV
1	BVMF3	PETR4	OGXP3	PETR3	OGXP3	PETR3
2	BBAS3	VALE3	BVMF3	VALE3	BVMF3	VALE3
3	RDCD3	BBDC4	PDGR3	ITUB4	BBAS3	ITUB4
4	OGXP3	ITUB4	VAGR3	BBDC4	HYPE3	BBDC4
5	EMBR3	CSNA3	BBAS3	USIM5	BRFS3	USIM5
6	GFS3	USIM5	CYRE3	CSNA3	CYRE3	GGBR4
7	CPFE3	GGBR4	RDCD3	GGBR4	PDGR3	ITSA4
8	NATU3	ITSA4	MRVE3	ITSA4	GFS3	AMBV4
9	CCRO3	CMIG4	BRFS3	AMBV4	NATU3	CSNA3
10	CYRE3	AMBV4	CIEL3	CMIG4	CCRO3	VIVT4

Fonte: O Autor

É necessário fazer algumas ressalvas. Como se pode notar, no ano de 2005 foram selecionadas apenas 7 empresas para cada grupo de análise. O motivo deste fato se deve ao número de ações listadas no Novo Mercado até o final do ano de 2004, que foram as 7 selecionadas para análise, por isso, neste ano o número de empresas é menor do que nos anos posteriores.

Outro detalhe a ser mencionado, é o de empresas que atualmente estão no Novo Mercado e em determinado período anterior ainda não estavam neste segmento, podendo levar o leitor a ficar confuso. Neste caso, cabe aqui mencionar a Embraer S.A., que, em 2005 ainda possuía ações preferenciais, entrando na lista das mais líquidas do IBOVESPA. Mas a partir de 2007 passou a fazer parte do Novo Mercado e em 2008 e 2009 fez parte da carteira das 10 mais líquidas do Novo Mercado.

Na tabela a seguir é possível verificar a lista das 28 empresas que compreenderam as carteiras do Novo Mercado do período analisado.

**Tabela 4 - Lista de Empresas do Novo Mercado de 2005 a 2011**

Ordem	Razão Social	Ticker	Ordem	Razão Social	Ticker
1	Banco do Brasil S.A.	BBAS3	16	Hypermarcas S.A.	HYPE3
2	BRF - Brasil Foods S.A.	BRFS3	17	Lojas Renner S.A.	LREN3
3	B2W - Companhia Global do Varejo	BTOW3	18	MRV Engenharia e Participações S.A.	MRVE3
4	BMFBOVESPA S.A. Bolsa Valores Merc Fut	BVMF3	19	Natura Cosméticos S.A.	NATU3
5	CCR S.A.	CCRO3	20	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	OGXP3
6	Cielo S.A.	CIEL3	21	Obrascon Huarte Lain Brasil S.A.	OHLB3
7	CPFL Energia S.A.	CPFE3	22	PDG Realty S.A. Empreend e Participações	PDGR3
8	Cosan S.A. Industria e Comércio	CSAN3	23	Positivo Informática S.A.	POSI3
9	CIA Saneamento de Minas Gerais - COPASA MG	CSMG3	24	Porto Seguro S.A.	PSSA3
10	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend e Part	CYRE3	25	Redecard S.A.	RDGD3
11	Diagnósticos da América S.A.	DASA3	26	CIA Saneamento Básico Est São Paulo	SBSP3
12	Embraer S.A.	EMBR3	27	Tractebel Energia S.A.	TBLE3
13	EDP - Energias do Brasil S.A.	ENBR3	28	Vanguarda Agro S.A.	VAGR3
14	Gafisa S.A.	GFSA3			
15	Grendene S.A.	GRND3			

Fonte: O Autor

Já, na tabela a seguir é possível verificar a lista de 15 empresas (17 *tickers*) que compreenderam as carteiras do IBOVESPA para o período analisado.

**Tabela 5 - Lista de Empresas do IBOVESPA de 2005 a 2011**

Ordem	Razão Social	Ticker	Ordem	Razão Social	Ticker
1	CIA Bebidas das Américas - AMBEV	AMBV4	11	Petróleo Brasileiro S.A. PETROBRAS	PETR3
2	BCO Bradesco S.A.	BBDC4	12	Petróleo Brasileiro S.A. PETROBRAS	PETR4
3	CESP - Cia Energética de São Paulo	CESP6	13	Tele Norte Leste Participações S.A.	TNLP4
4	CIA Energética de Minas Gerais - CEMIG	CMIG4	14	Usinas Sid de Minas Gerais S.A. - USIMINAS	USIM5
5	CIA Siderúrgica Nacional	CSNA3	15	Vale S.A.	VALE3
6	Centrais Elétricas Bras S.A. - ELETROBRAS	ELET6	16	Vale S.A.	VALE5
7	Embraer S.A.	EMBR4	17	Telefônica Brasil S.A.	VIVT4
8	Gerdau S.A.	GGBR4			
9	Itausa Investimentos Itau S.A.	ITSA4			
10	Itau Unibanco Holding S.A.	ITUB4			

Fonte: O Autor

É pertinente informar também que, outra premissa do trabalho foi de que, caso houvesse mais de um *ticker* de uma mesma empresa entre as dez mais líquidas, seria usado para análise o *ticker* de maior liquidez. Este fato ocorreu somente com as empresas Petróleo Brasileiro S.A. PETROBRAS e Vale S.A., onde nos anos de 2005 até 2008, no caso da Vale S.A., utilizou-se o *ticker* VALE5, a partir de 2009 utilizou-se o *ticker* VALE3. Para a Petróleo Brasileiro S.A. PETROBRAS, de 2005 até 2009 utilizou-se para análise o *ticker* PETR4, já em 2010 e 2011 utilizou-se o *ticker* PETR3.

As principais fontes de coleta dos dados para a realização das análises deste trabalho foram: o software Economática® e o site da BM&FBOVESPA.

Para listar as empresas que estavam presentes no Novo Mercado em cada ano, foi necessário fazer uma pesquisa no site da BM&FBOVESPA, verificando a cada ano as empresas que abriram capital no Novo Mercado e as que já estavam presentes neste segmento. Para as ações integrantes do IBOVESPA, foi necessário apenas fazer o filtro pelo índice. O filtro das mais líquidas foi feito usando o software Economática® adicionando os parâmetros necessários para fazer a pesquisa.

### 3.2 Cálculos de análise

A metodologia de cálculo empregada neste trabalho foi a seguinte:

a) Primeiramente, depois de configuradas as carteiras, calculou-se a média ( $\mu$ ) mensal de cada carteira a cada ano, sendo:

$$\bar{x} = \frac{\sum X}{n}$$

Onde, “ $\sum X$ ” indica a soma dos valores observados da variável “X”. Já “n” indica o número de valores observados.

b) Após este primeiro passo, calculou-se a variância ( $S^2$ ) para os mesmos dados, sendo o cálculo da variância o seguinte:

$$S^2 = \frac{\sum (X - \mu)^2}{n - 1}$$

Onde,  $\sum (X - \mu)^2$  é a soma dos desvios quadráticos.

c) Por fim, realizou-se um teste de média e teste de variância para as observações mensais, totalizando 78 observações, sendo de janeiro de 2005 até junho de 2011, tanto para a carteira do Novo Mercado como do IBOVESPA, assim como para a análise do índice IGC com o índice IBOVESPA.

No teste de média, a hipótese nula e alternativa formuladas para efeitos de cálculo foram estas:

$H_0$ : Em média, o desempenho das ações do Novo Mercado é igual ao desempenho das ações do IBOVESPA;

H<sub>1</sub>: Em média, o desempenho das ações do Novo Mercado é diferente do desempenho das ações do IBOVESPA.

De outra maneira:

$$H_0: \mu_{NM} = \mu_{IBOVESPA}$$

$$H_1: \mu_{NM} \neq \mu_{IBOVESPA}$$

No caso da análise entre o IGC e o IBOVESPA, a hipótese nula e alternativa formuladas foram as seguintes:

H<sub>0</sub>: Em média, o desempenho do IGC é igual ao desempenho do IBOVESPA;

H<sub>1</sub>: Em média, o desempenho do IGC é diferente ao desempenho do IBOVESPA.

Dito de outra forma:

$$H_0: \mu_{IGC} = \mu_{IBOVESPA}$$

$$H_1: \mu_{IGC} \neq \mu_{IBOVESPA}$$

Segundo Barbetta (2001), a estatística do teste leva em conta a diferença entre as médias das duas amostras  $\bar{x}_1 - \bar{x}_2$ , mas, o teste leva em consideração também o número de elementos de cada amostra e a variabilidade interna destas. Ao considerar o mesmo número de elementos,  $n$ , em cada amostra, a variância agregada,  $Sa^2$ , é obtida pela média aritmética das variâncias de cada grupo,  $S1^2$  e  $S2^2$ , assim sendo:

$$Sa^2 = \frac{S1^2 + S2^2}{2}$$

Dessa forma, a estatística do teste  $t$  é dada por:

$$t = \left( \bar{x}_1 - \bar{x}_2 \right) \times \sqrt{\left( \frac{n}{2Sa^2} \right)}$$

No entanto, para proceder ao teste estatístico, segundo Barbetta (2001), é necessário que os dados observados satisfaçam as seguintes suposições:

- a) Os dois conjuntos de dados provêm de distribuições normais e com a mesma variância;
- b) Quanto à distribuição de referência: se as médias populacionais forem iguais (aceitando  $H_0$ ), e as suposições básicas puderem ser admitidas, então, a estatística  $t$  tem distribuição *t de Student* com  $gl = 2n-2$  graus de liberdade.

De acordo com Levine et al. (2005, p.357) é necessário testar se duas populações independentes possuem a mesma variabilidade pela necessidade de se determinar se o teste t para variância agrupada é apropriado.

O teste t para a diferença entre as variâncias de duas populações independentes leva em conta as variâncias das duas populações. Assim, se cada população for assumida como normalmente distribuída, então a razão  $S_1^2 / S_2^2$  segue uma distribuição conhecida como distribuição F, onde o resultado é igual à variância do grupo 1 dividida pela variância do grupo 2. Assim, segundo Levine et al. (2005) a estatística do teste F para a igualdade de duas variâncias é a seguinte:

$$F = \frac{S_1^2}{S_2^2}$$

Para os testes de variância das duas análises, as hipóteses nula e alternativa foram estas:

H<sub>0</sub>: A variância da amostra do Novo Mercado é igual à amostra do IBOVESPA;

H<sub>1</sub>: A variância da amostra do Novo Mercado é maior que a amostra do IBOVESPA.

Ou seja,

H<sub>0</sub>:  $S^2_{NM} = S^2_{IBOVESPA}$

H<sub>1</sub>:  $S^2_{NM} > S^2_{IBOVESPA}$

No caso da análise dos índices, as hipóteses nula e alternativa foram as seguintes:

H<sub>0</sub>: A variância do índice IGC é igual à variância do índice IBOVESPA;

H<sub>1</sub>: A variância do índice IGC é maior que o índice IBOVESPA.

Ou seja,

H<sub>0</sub>:  $S^2_{IGC} = S^2_{IBOVESPA}$

H<sub>1</sub>:  $S^2_{IGC} > S^2_{IBOVESPA}$

Para tomada de decisão dos testes de média e de variância, utilizou-se a probabilidade de significância, ou o valor  $p$ , que é definido como a probabilidade de a estatística do teste acusar um resultado tão ou mais distante do esperado como o resultado ocorrido na amostra desejada (BARBETTA, 2001).

A respeito do nível de significância, de acordo com Barbetta (2001), quando se deseja confirmar ou rejeitar uma hipótese na realização de uma pesquisa, é comum estabelecer o valor da probabilidade tolerável de incorrer no erro de rejeitar H<sub>0</sub>, quando H<sub>0</sub> é verdadeira.

Para este valor é dado a denominação de nível de significância do teste, designado pela letra grega  $\alpha$ .

Neste trabalho foi utilizado um nível de significância de 5%, ou seja,  $\alpha = 0,05$ .

Assim, estabelecido o nível de significância  $\alpha$ , segundo Barbetta (2001), tem-se a seguinte regra geral de decisão de um teste estatístico, e que foi utilizada neste trabalho:

$p > \alpha \rightarrow$  aceita-se  $H_0$

$p \leq \alpha \rightarrow$  rejeita-se  $H_0$

Assim, quanto menor o valor de  $p$ , maior a evidência de se rejeitar  $H_0$  (BARBETTA, 2001).

Com toda a base de dados configurada, feitos os cálculos de média e variância, feito os testes de média e de variância, parte-se então para a análise dos resultados, que será visto a seguir.

## 4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS OBTIDOS

Nesta parte do trabalho serão apresentadas as análises dos dados obtidos com a pesquisa de ações do Novo Mercado e do IBOVESPA, juntamente com os índices IGC e o IBOVESPA.

A análise se dará primeiramente entre a carteira de ações do Novo Mercado e a comparação com a carteira contendo ações do IBOVESPA, contendo informações a respeito de média mensal, a variância mensal, teste de média e teste de variância.

### 4.1 Análise das carteiras Novo Mercado x IBOVESPA

Conforme explanado anteriormente, para cada mês de cada ano analisado, 2005 a 2011, sendo neste último caso até junho, calculou-se a média do desempenho de cada carteira e posteriormente a variância de cada uma.

Para o ano de 2005 temos os seguintes resultados:

**Tabela 6 - Tabela de Resultados 2005**

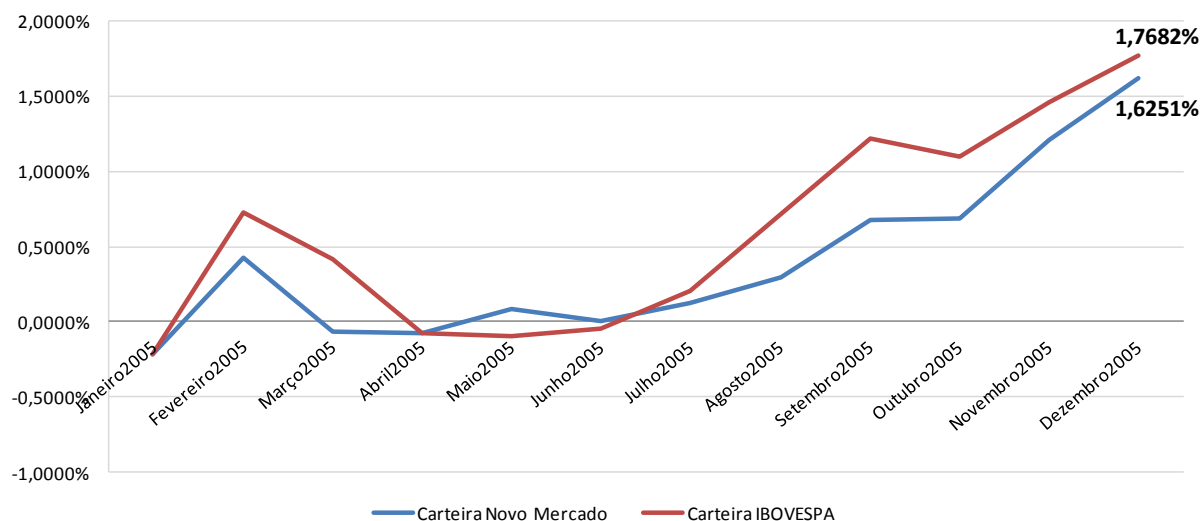
Resultados	2005			
	NM		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,2196%	0,00046915	-0,2173%	0,00042637
Fevereiro	0,6450%	0,00053548	0,9477%	0,00056461
Março	-0,4954%	0,00067794	-0,3179%	0,00046498
Abril	-0,0024%	0,00058296	-0,4931%	0,00052273
Maio	0,1620%	0,00050876	-0,0173%	0,00048298
Junho	-0,0817%	0,00042091	0,0503%	0,00043850
Julho	0,1174%	0,00041876	0,2535%	0,00056636
Agosto	0,1656%	0,00022389	0,5106%	0,00038840
Setembro	0,3837%	0,00034655	0,5075%	0,00034262
Outubro	0,0097%	0,00043048	-0,1209%	0,00075894
Novembro	0,5295%	0,00034007	0,3543%	0,00032965
Dezembro	0,4114%	0,00068917	0,3107%	0,00026138
Carteira	0,1354%	0,00000002	0,1474%	0,00000002

Fonte: O Autor

Neste primeiro ano, 2005, é possível verificar que as variâncias das carteiras, são praticamente as mesmas, já a média de desempenho é menor na carteira do Novo Mercado



(em azul) em 0,0119%. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias das carteiras, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 1 - Retorno Acumulado 2005**

Fonte: O autor

Para o ano de 2006 temos os seguintes resultados:

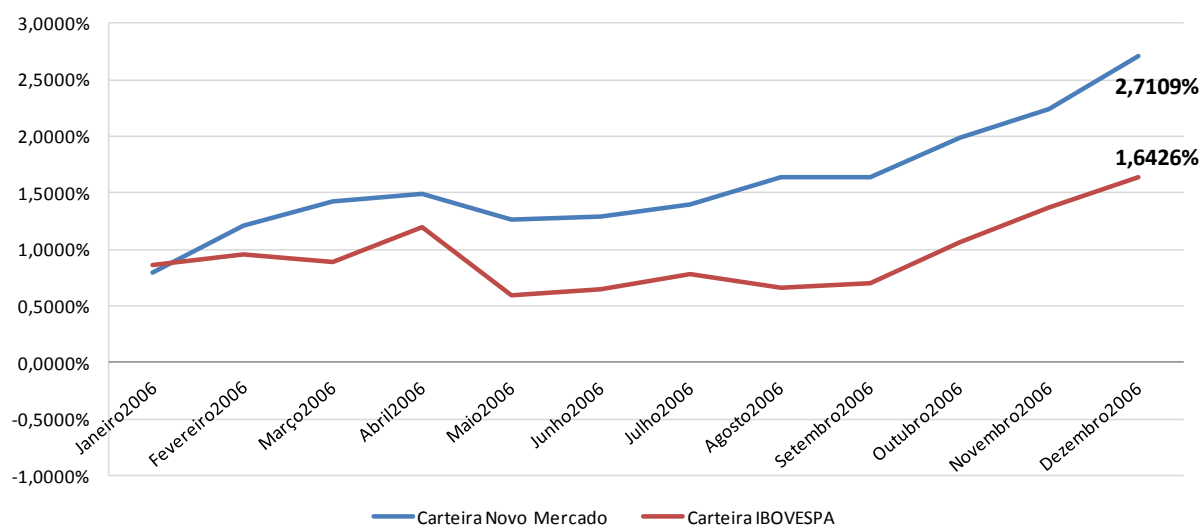
**Tabela 7 - Tabela de Resultados 2006**

Resultados	2006			
	NM		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	0,7959%	0,00082524	0,8675%	0,00053991
Fevereiro	0,4135%	0,00097126	0,0869%	0,00068003
Março	0,2198%	0,00067733	-0,0685%	0,00053619
Abril	0,0618%	0,00063486	0,3128%	0,00051235
Maior	-0,2298%	0,00147248	-0,6067%	0,00107389
Junho	0,0293%	0,00120648	0,0582%	0,00106556
Julho	0,1093%	0,00071107	0,1293%	0,00062300
Agosto	0,2341%	0,00055675	-0,1218%	0,00039364
Setembro	0,0035%	0,00069121	0,0434%	0,00050741
Outubro	0,3445%	0,00045404	0,3631%	0,00039820
Novembro	0,2551%	0,00044530	0,3103%	0,00033632
Dezembro	0,4739%	0,00050976	0,2681%	0,00022238
Carteira	0,2259%	0,00000010	0,1369%	0,00000007

Fonte: O Autor

No ano de 2006 é possível verificar que as variâncias possuem valores diferentes, sendo a carteira do Novo Mercado a que possui a maior variância juntamente com o desempenho médio das ações. Neste caso o desempenho médio da carteira de ações do Novo Mercado supera a carteira de ações do IBOVESPA em 0,0890%. É possível ver ainda

graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias das carteiras, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 2 - Retorno Acumulado 2006**

Fonte: O autor

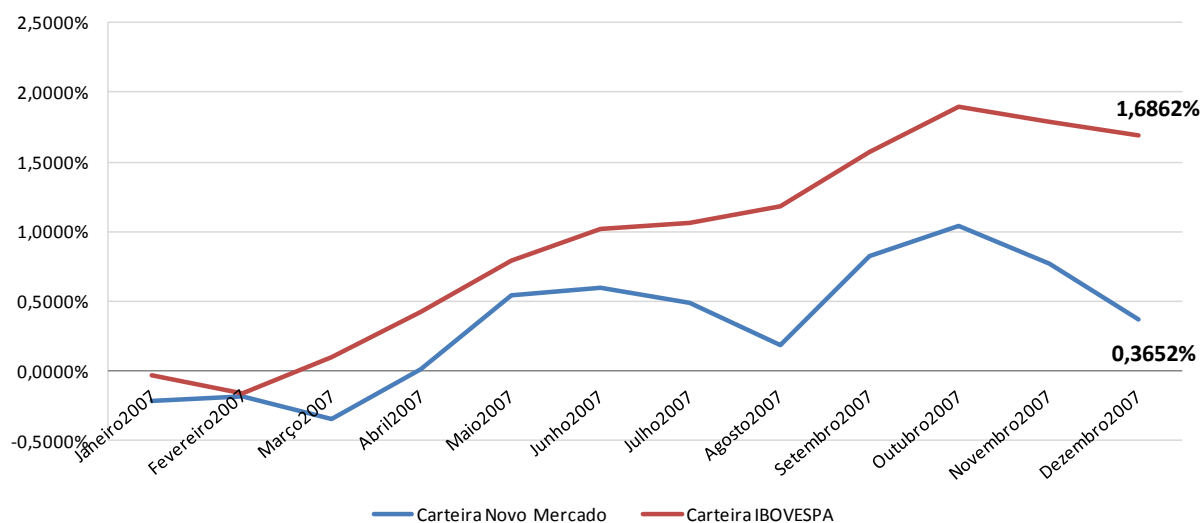
Para o ano de 2007 temos os seguintes resultados:

**Tabela 8 - Tabela de Resultados 2007**

Resultados	2007			
	NM		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,2175%	0,00077426	-0,0291%	0,00048040
Fevereiro	0,0375%	0,00061134	-0,1300%	0,00057265
Março	-0,1658%	0,00072431	0,2557%	0,00057633
Abril	0,3609%	0,00047686	0,3261%	0,00028252
Maior	0,5251%	0,00046575	0,3707%	0,00035489
Junho	0,0557%	0,00050658	0,2279%	0,00027137
Julho	-0,1036%	0,00059292	0,0393%	0,00043246
Agosto	-0,3040%	0,00107052	0,1215%	0,00068496
Setembro	0,6355%	0,00073348	0,3944%	0,00045329
Outubro	0,2138%	0,00071895	0,3185%	0,00061890
Novembro	-0,2663%	0,00142958	-0,1092%	0,00089268
Dezembro	-0,4060%	0,00074551	-0,0995%	0,00051111
Carteira	0,0304%	0,00000007	0,1405%	0,00000003

Fonte: O Autor

No ano de 2007 é possível verificar uma substancial diferença na média de desempenho das carteiras, a diferença é de 0,1101% favorável à carteira do IBOVESPA. Neste ano, a variância também é diferente. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias das carteiras, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 3 - Retorno Acumulado 2007**

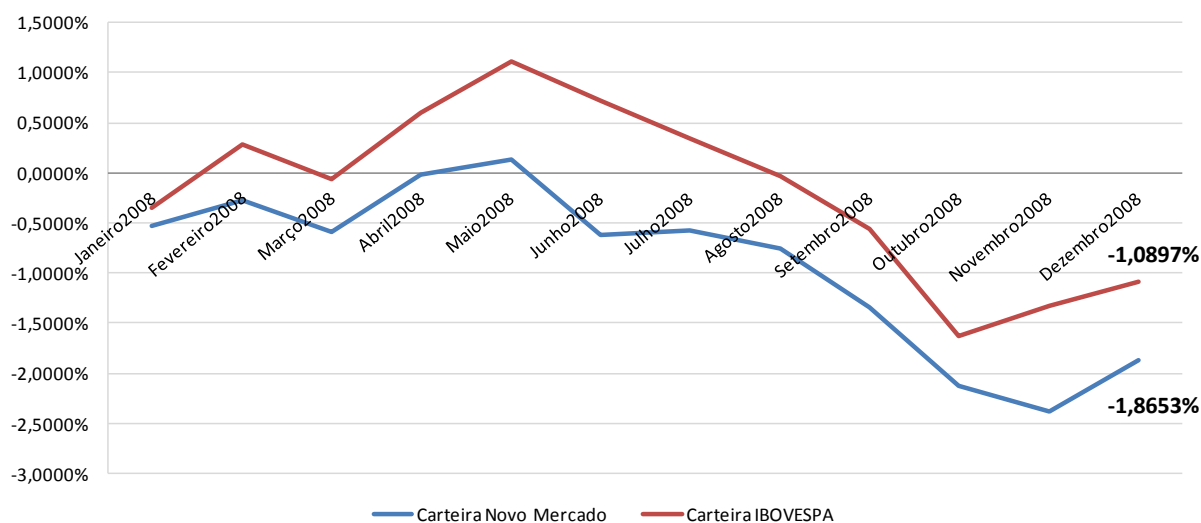
Fonte: O autor

Para o ano de 2008 temos os seguintes resultados:

**Tabela 9 - Tabela de Resultados 2008**

Resultados	2008			
	NM		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,5299%	0,00155870	-0,3483%	0,00121005
Fevereiro	0,2554%	0,00081012	0,6279%	0,00062683
Março	-0,3149%	0,00093920	-0,3493%	0,00105796
Abril	0,5665%	0,00120369	0,6762%	0,00072990
Maió	0,1508%	0,00093344	0,5137%	0,00060087
Junho	-0,7511%	0,00069005	-0,3966%	0,00063872
Julho	0,0431%	0,00091717	-0,3789%	0,00085036
Agosto	-0,1748%	0,00064596	-0,3700%	0,00073804
Setembro	-0,5951%	0,00253536	-0,5319%	0,00305412
Outubro	-0,7790%	0,00783139	-1,0677%	0,00648854
Novembro	-0,2601%	0,00284087	0,3028%	0,00344796
Dezembro	0,5236%	0,00377001	0,2325%	0,00159396
Carteira	-0,1554%	0,00000430	-0,0908%	0,00000314

Neste ano, novamente podemos notar um desempenho médio inferior da carteira de ações do Novo Mercado sobre a carteira de ações do IBOVESPA. A diferença, no entanto, para este ano é menor, sendo de 0,0646%. A variância neste ano também é diferente. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias das carteiras, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 4 - Retorno Acumulado 2008**

Fonte: O autor

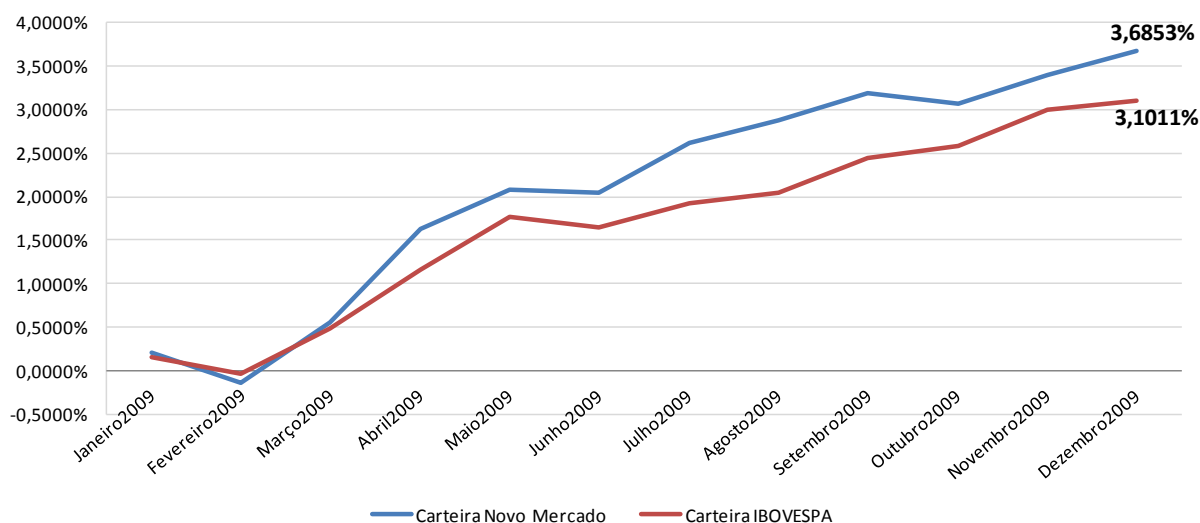
Para o ano de 2009 temos os seguintes resultados:

**Tabela 10 - Tabela de Resultados 2009**

Resultados	2009			
	NM		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	0,2074%	0,00163478	0,1578%	0,00142090
Fevereiro	-0,3431%	0,00108649	-0,1899%	0,00083589
Março	0,6846%	0,00137062	0,5164%	0,00124003
Abril	1,0792%	0,00135702	0,6807%	0,00064015
Mai	0,4440%	0,00127891	0,6091%	0,00081076
Junho	-0,0206%	0,00088583	-0,1345%	0,00046396
Julho	0,5582%	0,00057031	0,2840%	0,00040501
Agosto	0,2772%	0,00060664	0,1176%	0,00028972
Setembro	0,2973%	0,00043225	0,4039%	0,00018030
Outubro	-0,1121%	0,00093352	0,1372%	0,00071265
Novembro	0,3267%	0,00045092	0,4211%	0,00034598
Dezembro	0,2865%	0,00049231	0,0978%	0,00025448
Carteira	0,3071%	0,00000017	0,2584%	0,00000015

Fonte: O Autor

No ano de 2009 é possível verificar que o desempenho médio da carteira de ações do Novo Mercado é superior ao desempenho médio da carteira de ações do IBOVESPA. Neste ano, a carteira do Novo Mercado é superior em 0,0487%. A variância neste caso não é igual, mas bem próxima. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias das carteiras, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 5 - Retorno Acumulado 2009**

Fonte: O autor

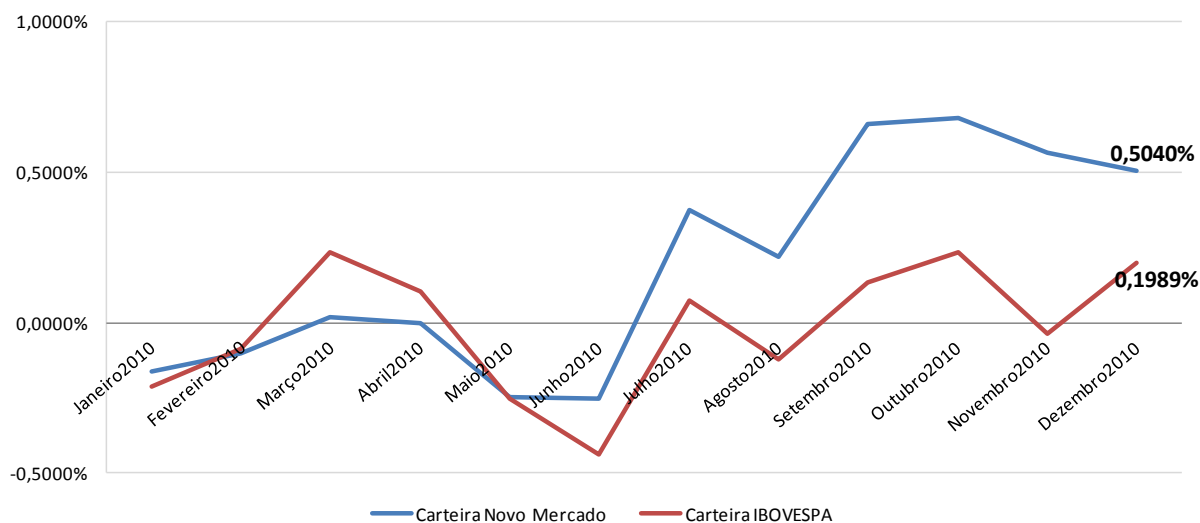
Para o ano de 2010 temos os seguintes resultados:

**Tabela 11 - Tabela de Resultados 2010**

Resultados	2010			
	NM		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,1640%	0,00061068	-0,2152%	0,00028428
Fevereiro	0,0623%	0,00068156	0,1254%	0,00039087
Março	0,1214%	0,00038602	0,3253%	0,00018244
Abril	-0,0205%	0,00040470	-0,1342%	0,00026408
Maió	-0,2475%	0,00136008	-0,3548%	0,00058461
Junho	-0,0064%	0,00050360	-0,1873%	0,00037990
Julho	0,6267%	0,00040536	0,5126%	0,00032569
Agosto	-0,1517%	0,00035742	-0,1955%	0,00025965
Setembro	0,4407%	0,00036053	0,2547%	0,00027479
Outubro	0,0209%	0,00062881	0,1013%	0,00023680
Novembro	-0,1157%	0,00048281	-0,2708%	0,00029641
Dezembro	-0,0623%	0,00052664	0,2374%	0,00027120
Carteira	0,0420%	0,00000008	0,0166%	0,00000001

Fonte: O Autor

No ano de 2010 podemos perceber que o desempenho médio de ambas as carteiras está mais próximo, no entanto, o desempenho média da carteira de ações do Novo Mercado prevalece, sendo 0,0254% superior à carteira de ações do IBOVESPA. A maior diferença neste ano é percebida nos valores de variância de cada carteira. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias das carteiras, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 6 - Retorno Acumulado 2010**

Fonte: O autor

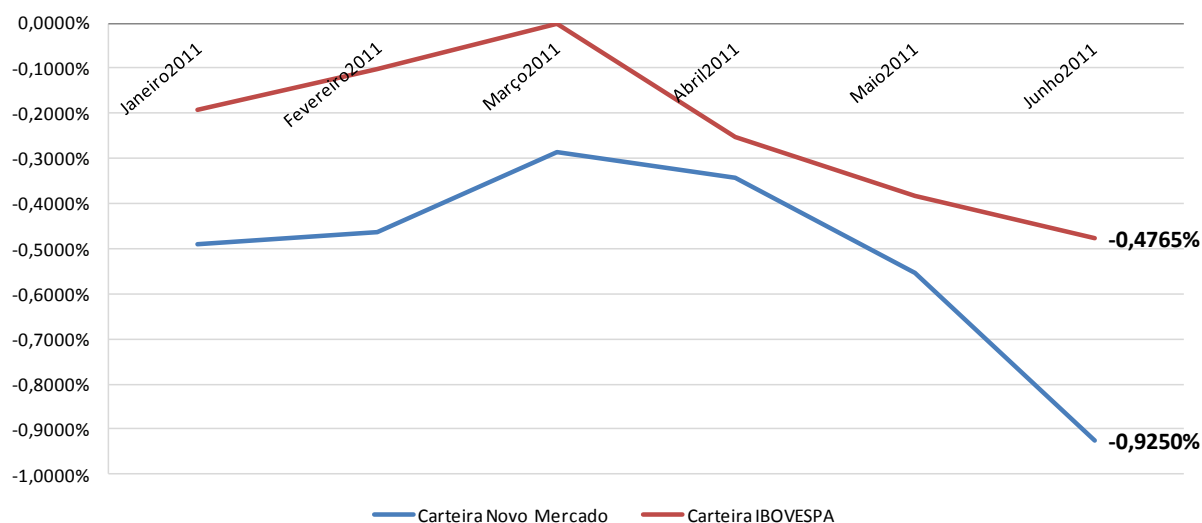
Para o ano de 2011 temos os seguintes resultados:

**Tabela 12 - Tabela de Resultados 2011**

Resultados	2011			
	NM		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,4893%	0,00031538	-0,1906%	0,00025308
Fevereiro	0,0274%	0,00059441	0,0879%	0,00034553
Março	0,1744%	0,00032811	0,1008%	0,00035231
Abril	-0,0546%	0,00050336	-0,2496%	0,00021146
Maio	-0,2130%	0,00049945	-0,1309%	0,00020528
Junho	-0,3699%	0,00035912	-0,0940%	0,00019357
Carteira	-0,1542%	0,00000001	-0,0794%	0,00000001

Fonte: O Autor

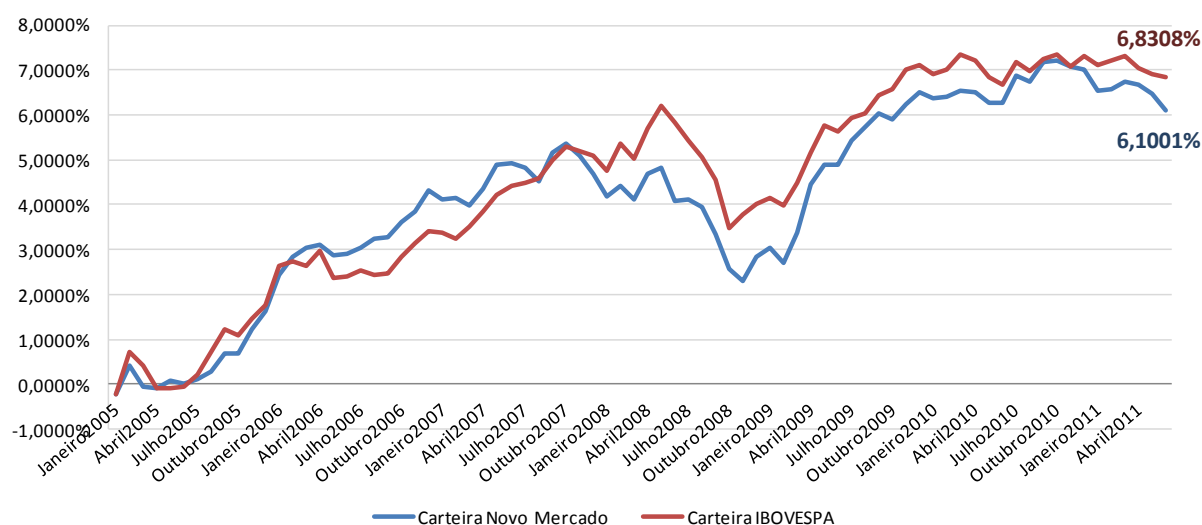
No ano de 2011 é possível observar um período negativo intenso. A diferença do desempenho médio da carteira do Novo Mercado para a carteira do IBOVESPA é de 0,0748% para o último. As variâncias neste ano são iguais. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias das carteiras, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 7 - Retorno Acumulado 2011**

Fonte: O autor

No gráfico abaixo é possível verificar o desempenho médio acumulado das duas carteiras analisadas desde o começo da série, janeiro de 2005 até o final, junho de 2011.



**Gráfico 8 - Retorno Acumulado 2005 a 2011**

Fonte: O autor

No gráfico anterior foi possível perceber que ora a carteira de ações do Novo Mercado estava à frente, ora a carteira de ações do IBOVESPA estava à frente. O resultado final, no entanto, prevaleceu sobre a carteira de ações do IBOVESPA, que teve um retorno médio acumulado de 6,8308%, enquanto que a carteira de ações do Novo Mercado teve um retorno médio acumulado de 6,1001% no mesmo período.

#### 4.1.1 Testes de Média e de Variância

Na seção anterior foi possível verificar por meio de tabelas e gráficos os desempenhos médios das carteiras de ações analisadas. Porém, o resultado final deste trabalho é baseado nos testes de variância e de média do período analisado.

Devido ao que foi explanado anteriormente, é apresentado a seguir o teste F para averiguar a variância das carteiras de ações do Novo Mercado e do IBOVESPA.

**Tabela 13 - Teste F**

	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	0,00078206	0,000875747
Variância	0,00001313	0,00001267
Observações	78	78
Graus de liberdade	77	77
F	1,03618669	
P(F<=f) unicaudal	0,43823185	
F Crítico unicaudal	1,45822781	

Fonte: O Autor

O valor p apresentado na tabela anterior após feito o teste F foi de 0,438232; este valor supera o nível de significância de 0,05; o resultado aponta então para a aceitação da hipótese  $H_0$  ( $H_0$ : A variância da amostra do Novo Mercado é igual à amostra do IBOVESPA, ou seja,  $H_0 : S^2_{NM} = S^2_{IBOVESPA}$  ).

Partindo deste ponto, o próximo passo é verificar o teste t para mesmas variâncias das amostras, que é possível verificar a seguir:

**Tabela 14 - Teste t**

	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	0,0007821	0,000876
Variância	1,313E-05	1,27E-05
Observações	78	78
Variância Agrupada	0,00001290	
Diferença na Média Hipotética	0,00	
Graus de Liberdade	154	
Estatística T	-0,1628786	
P(T<=t) bicaudal	0,8708276	
t Crítico bicaudal	1,975488	

Fonte: O Autor



Com a tabela apresentada, é possível verificar que o valor p do teste t foi de 0,870828; número este superior ao valor do nível de significância, que é de 0,05. Este resultado nos leva a aceitar mais uma vez a hipótese  $H_0$  ( $H_0$ : Em média, o desempenho das ações do Novo Mercado é igual ao desempenho das ações do IBOVESPA; de outra maneira,  $H_0: \mu_{NM} = \mu_{IBOVESPA}$ ).

#### 4.2 Análise dos índices IGC x IBOVESPA

Da mesma forma que foi feito com a análise das carteiras do Novo Mercado e do IBOVESPA, nesta parte do trabalho serão apresentadas análises de comparação dos índices IGC e do IBOVESPA. Sendo para cada mês de cada ano, 2005 a 2011, sendo neste último caso até junho, calculou-se a média do desempenho de cada índice e posteriormente a variância de cada um.

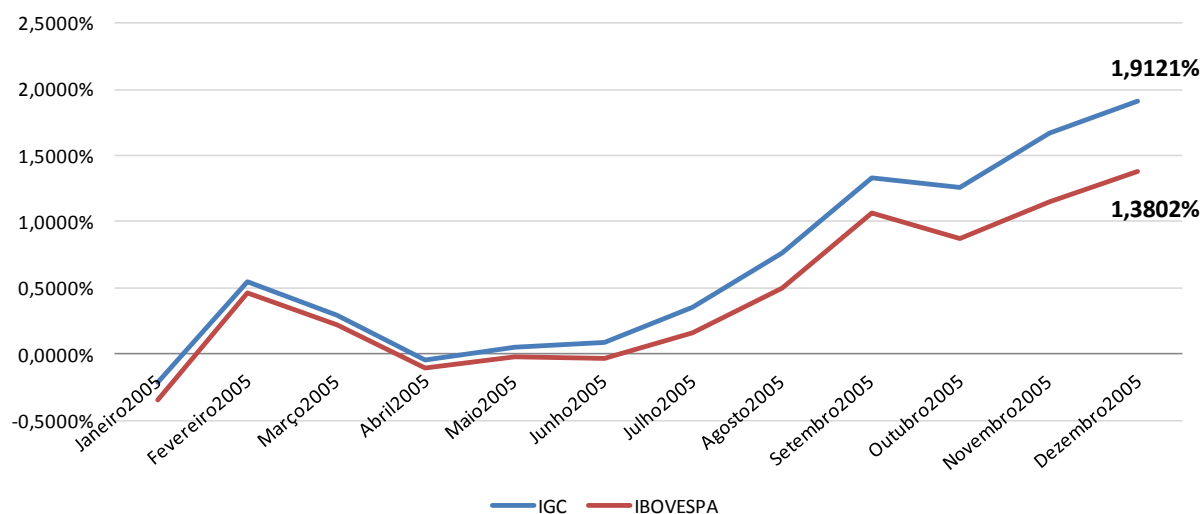
Assim sendo, para o ano de 2005 temos os seguintes resultados:

**Tabela 15 – Tabela de Resultados 2005**

Resultados	2005			
	IGC		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,2124%	0,00013180	-0,3526%	0,00025335
Fevereiro	0,7595%	0,00023376	0,8193%	0,00027167
Março	-0,2600%	0,00024908	-0,2418%	0,00024784
Abril	-0,3285%	0,00024920	-0,3271%	0,00033129
Maio	0,0903%	0,00019737	0,0809%	0,00024467
Junho	0,0335%	0,00016978	-0,0130%	0,00031920
Julho	0,2712%	0,00014007	0,1980%	0,00027462
Agosto	0,4120%	0,00015186	0,3320%	0,00019842
Setembro	0,5674%	0,00008912	0,5725%	0,00010429
Outubro	-0,0711%	0,00048163	-0,2002%	0,00051575
Novembro	0,4126%	0,00007935	0,2829%	0,00010602
Dezembro	0,2375%	0,00010950	0,2292%	0,00009907
Índice	0,1593%	0,00000001	0,1150%	0,00000001

Fonte: O Autor

No ano de 2005, podemos verificar que para uma mesma variância, o desempenho médio do índice IGC é superior ao desempenho médio do índice IBOVESPA. A diferença dos dois índices é de 0,0443%. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias dos índices, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 9 - Retorno Acumulado 2005**

Fonte: O autor

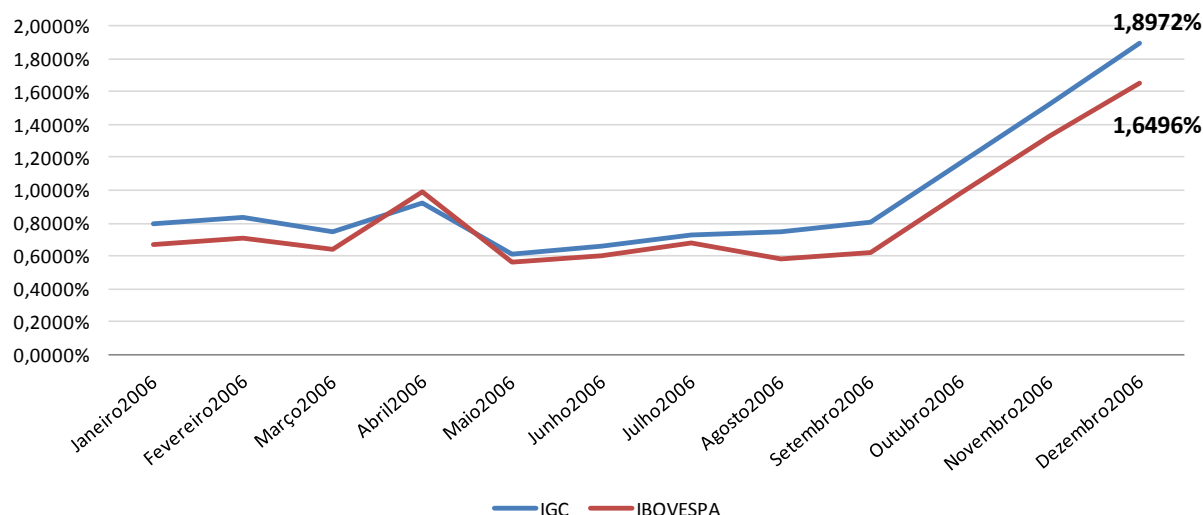
Para o ano de 2006 temos os seguintes resultados:

**Tabela 16 - Tabela de Resultados 2006**

Resultados	2006			
	IGC		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	0,8001%	0,00019814	0,6646%	0,00017514
Fevereiro	0,0362%	0,00016731	0,0425%	0,00020151
Março	-0,0917%	0,00020061	-0,0639%	0,00022651
Abril	0,1738%	0,00012192	0,3507%	0,00016500
Maior	-0,3028%	0,00042173	-0,4318%	0,00043539
Junho	0,0401%	0,00055093	0,0403%	0,00057434
Julho	0,0720%	0,00034505	0,0722%	0,00030580
Agosto	0,0227%	0,00012264	-0,0943%	0,00012189
Setembro	0,0542%	0,00015609	0,0394%	0,00020163
Outubro	0,3657%	0,00011869	0,3615%	0,00014546
Novembro	0,3573%	0,00009884	0,3531%	0,00013340
Dezembro	0,3696%	0,00009216	0,3154%	0,00010998
Índice	0,1581%	0,00000002	0,1375%	0,00000002

Fonte: O Autor

Neste ano, mais uma vez podemos notar que com uma mesma variância, o desempenho médio do índice IGC é superior ao desempenho médio do índice IBOVESPA. Enquanto que o IGC teve uma média de 0,1581% de retorno, o IBOVESPA teve 0,1375%, o que gera uma diferença de 0,0206%. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias dos índices, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 10 - Retorno Acumulado 2006**

Fonte: O autor

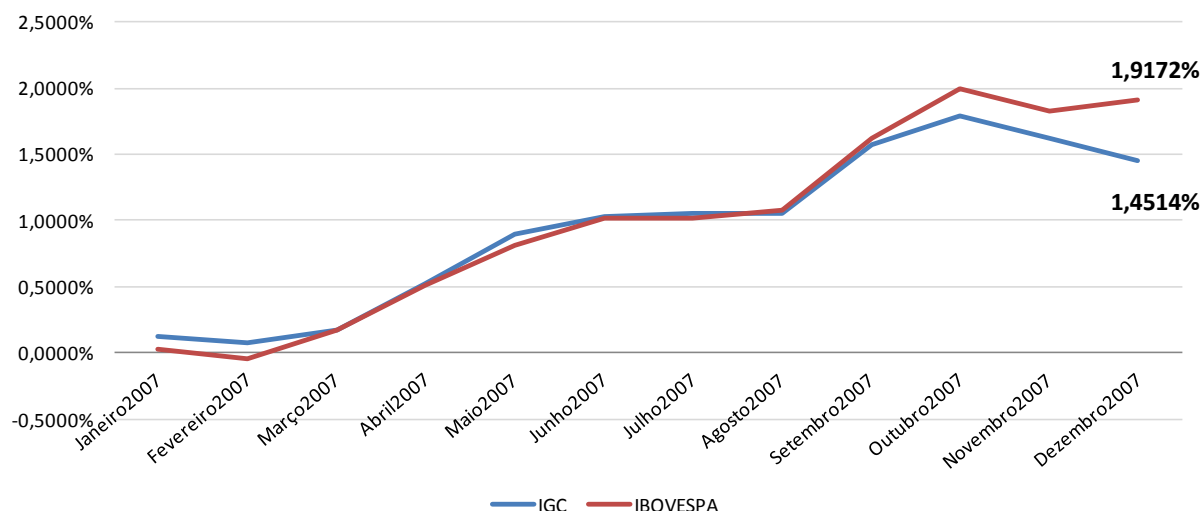
Para o ano de 2007, os resultados são os seguintes:

**Tabela 17 - Tabela de Resultados 2007**

Resultados	2007			
	IGC		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	0,1229%	0,00018047	0,0299%	0,00024958
Fevereiro	-0,0489%	0,00028536	-0,0750%	0,00039262
Março	0,0966%	0,00032945	0,2134%	0,00040811
Abril	0,3521%	0,00008155	0,3367%	0,00007201
Maior	0,3686%	0,00016505	0,3062%	0,00017105
Junho	0,1322%	0,00012431	0,2059%	0,00013966
Julho	0,0337%	0,00021289	-0,0040%	0,00029936
Agosto	-0,0044%	0,00046957	0,0597%	0,00048741
Setembro	0,5176%	0,00027967	0,5479%	0,00029276
Outubro	0,2257%	0,00033206	0,3694%	0,00036063
Novembro	-0,1760%	0,00054852	-0,1642%	0,00052974
Dezembro	-0,1689%	0,00022011	0,0913%	0,00029777
Índice	0,1209%	0,00000002	0,1598%	0,00000002

Fonte: O Autor

No ano de 2007, como podemos notar, o IBOVESPA teve um desempenho médio maior sobre IGC para uma mesma variância. Desta vez, o desempenho médio do IBOVESPA foi de 0,1598%, enquanto que o desempenho médio do IGC foi de 0,1209%, trazendo a uma diferença de 0,0388% para o IBOVESPA. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias dos índices, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 11 - Retorno Acumulado 2007**

Fonte: O autor

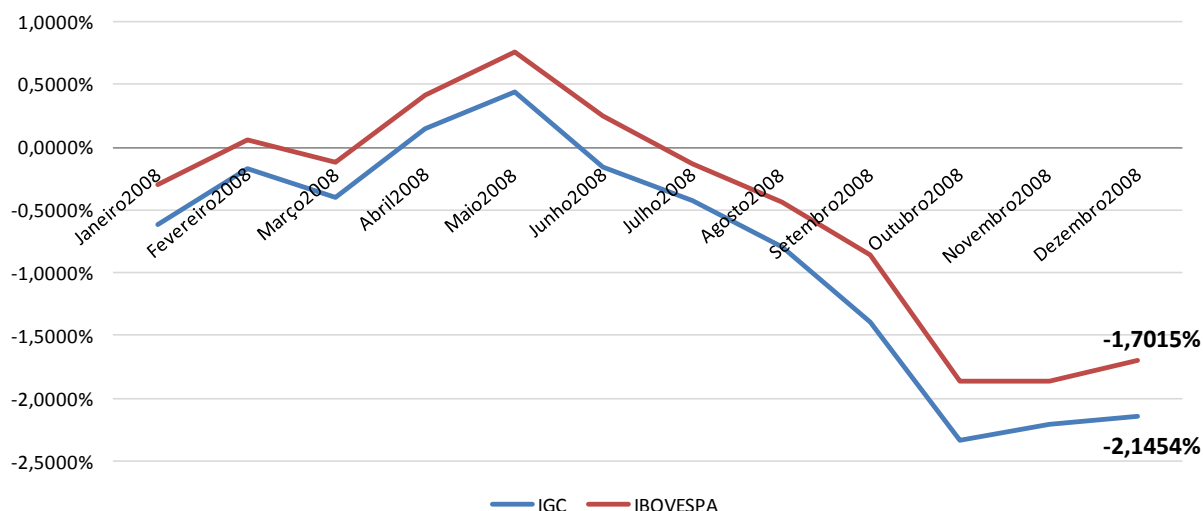
Para o ano de 2008 temos os seguintes resultados:

**Tabela 18 - Tabela de Resultados 2008**

Resultados	2008			
	IGC		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,6187%	0,00072767	-0,2984%	0,00084791
Fevereiro	0,4491%	0,00029396	0,3577%	0,00031044
Março	-0,2331%	0,00044902	-0,1783%	0,00050535
Abril	0,5482%	0,00042419	0,5282%	0,00034860
Maio	0,2952%	0,00020131	0,3462%	0,00019328
Junho	-0,5945%	0,00025801	-0,5079%	0,00032588
Julho	-0,2691%	0,00032253	-0,3849%	0,00035464
Agosto	-0,3669%	0,00035648	-0,2987%	0,00035928
Setembro	-0,6055%	0,00194537	-0,4200%	0,00229413
Outubro	-0,9385%	0,00410255	-1,0142%	0,00464384
Novembro	0,1200%	0,00162511	-0,0010%	0,00196593
Dezembro	0,0684%	0,00064316	0,1698%	0,00087627
Índice	-0,1788%	0,00000130	-0,1418%	0,00000172

Fonte: O Autor

No ano de 2008 é possível perceber novamente numa performance do IGC abaixo da performance do IBOVESPA. O recuo no desempenho médio do IGC foi de 0,1788%; enquanto que o IBOVESPA teve média negativa em 0,1488%. A diferença é de 0,0370%, percebe-se também que neste ano as variâncias são diferentes. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias dos índices, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 12 - Retorno Acumulado 2008**

Fonte: O autor

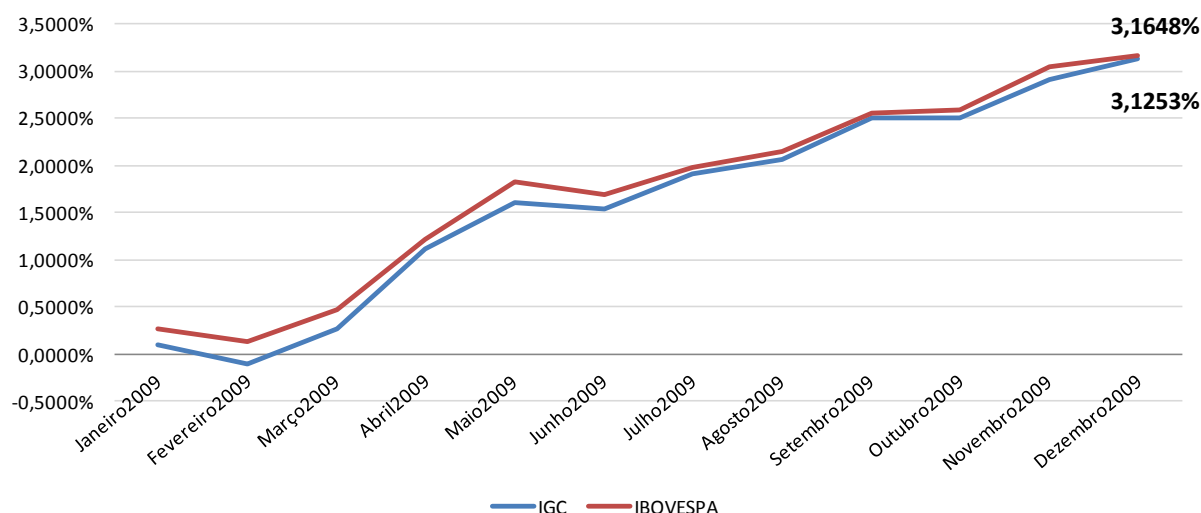
Para o ano de 2009, os resultados são os seguintes:

**Tabela 19 - Tabela de Resultados 2009**

Resultados	2009			
	IGC		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	0,0966%	0,00070012	0,2624%	0,00095267
Fevereiro	-0,2002%	0,00039133	-0,1376%	0,00047598
Março	0,3663%	0,00063159	0,3516%	0,00075883
Abril	0,8523%	0,00031189	0,7411%	0,00033658
Maior	0,4928%	0,00048063	0,6178%	0,00058636
Junho	-0,0716%	0,00026465	-0,1409%	0,00034893
Julho	0,3732%	0,00015154	0,2931%	0,00021584
Agosto	0,1546%	0,00011903	0,1552%	0,00015896
Setembro	0,4427%	0,00009649	0,4117%	0,00010134
Outubro	0,0018%	0,00046804	0,0288%	0,00055983
Novembro	0,4008%	0,00019278	0,4617%	0,00021606
Dezembro	0,2160%	0,00009600	0,1199%	0,00012712
Índice	0,2604%	0,00000004	0,2637%	0,00000007

Fonte: O Autor

No ano de 2009 é possível verificar um desempenho médio dos dois índices bem próximos, o IGC teve média de 0,2604%; já o IBOVESPA teve média de 0,2637%; isso dá uma diferença de apenas 0,0033% a favor do IBOVESPA. É possível verificar ainda como os dois índices se desempenham de forma semelhante ao longo do ano no gráfico a seguir:



**Gráfico 13 - Retorno Acumulado 2009**

Fonte: O autor

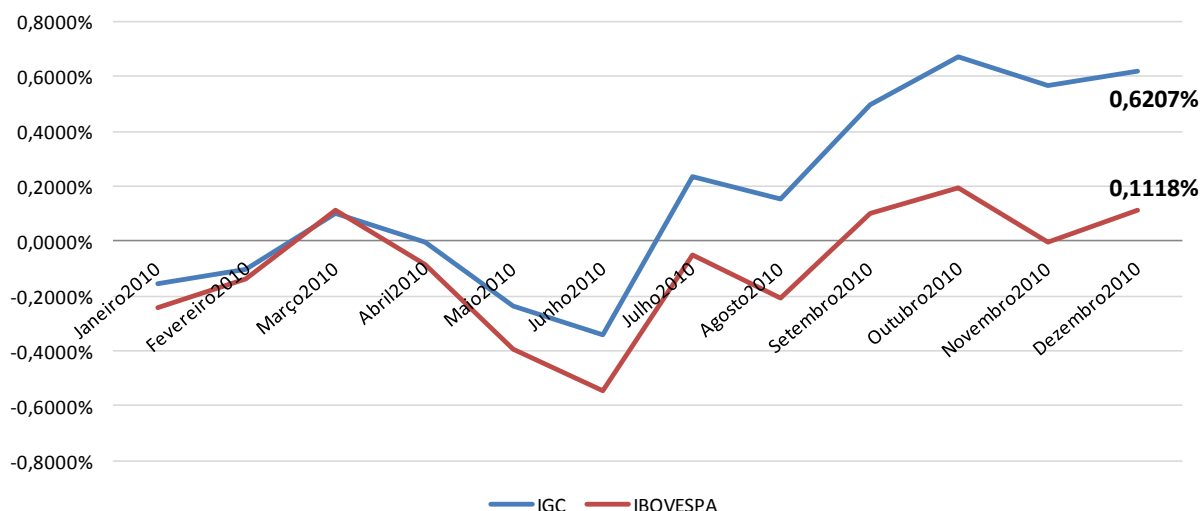
Para o ano de 2010 temos os seguintes resultados:

**Tabela 20 - Tabela de Resultados 2010**

Resultados	2010			
	IGC		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,1538%	0,00011802	-0,2437%	0,00013279
Fevereiro	0,0530%	0,00025642	0,1065%	0,00028521
Março	0,2032%	0,00004312	0,2495%	0,00007127
Abril	-0,1064%	0,00010225	-0,1997%	0,00012994
Maió	-0,2335%	0,00045129	-0,3045%	0,00046532
Junho	-0,1012%	0,00020522	-0,1515%	0,00022028
Julho	0,5758%	0,00009373	0,4943%	0,00010307
Agosto	-0,0821%	0,00010664	-0,1554%	0,00014405
Setembro	0,3406%	0,00007126	0,3082%	0,00009496
Outubro	0,1746%	0,00009106	0,0936%	0,00010138
Novembro	-0,1031%	0,00013614	-0,2017%	0,00017253
Dezembro	0,0535%	0,00007837	0,1162%	0,00010394
Índice	0,0517%	0,00000001	0,0093%	0,00000001

Fonte: O Autor

No ano de 2010 é possível verificar que, sob uma mesma variância, o índice IGC teve um desempenho médio maior que o índice IBOVESPA. O desempenho médio do IGC foi de 0,0517%; enquanto que o do IBOVESPA foi de 0,0093%; gerando uma diferença de 0,0424%. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias dos índices, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 14 - Retorno Acumulado 2010**

Fonte: O autor

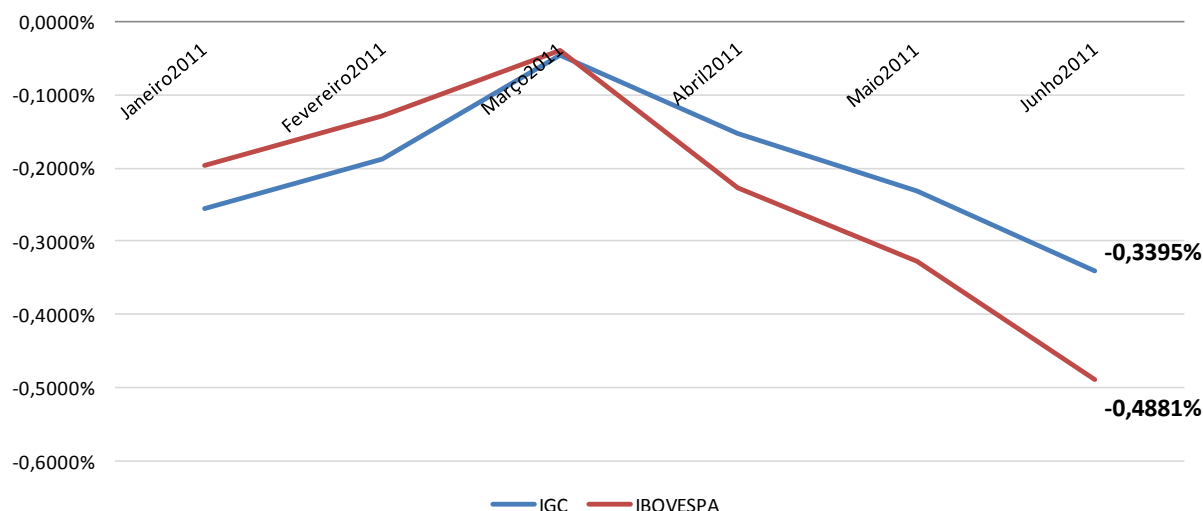
Para o ano de 2011, temos os seguintes resultados:

**Tabela 21 - Tabela de Resultados 2011**

Resultados	2011			
	IGC		IBOV	
	Média	Variância	Média	Variância
Janeiro	-0,2554%	0,00008068	-0,1966%	0,00008650
Fevereiro	0,0681%	0,00016330	0,0680%	0,00016035
Março	0,1408%	0,00009177	0,0893%	0,00010397
Abril	-0,1057%	0,00006549	-0,1870%	0,00009639
Maior	-0,0786%	0,00007730	-0,1000%	0,00010689
Junho	-0,1088%	0,00006134	-0,1618%	0,00008978
Índice	-0,0566%	0,00000000	-0,0814%	0,00000000

Fonte: O Autor

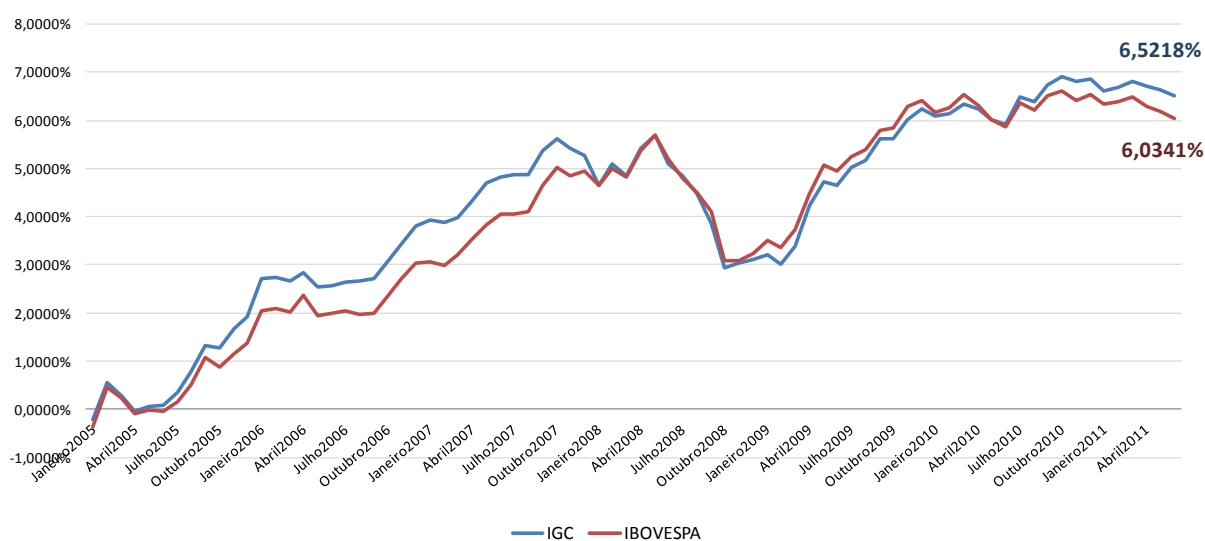
No ano de 2011, até junho, é possível verificar que o índice IGC teve uma melhor performance que o índice IBOVESPA. Os dois índices sofreram perdas, no entanto, a perda média do IGC foi de 0,0566%; já o IBOVESPA teve perda média de 0,0814%; gerando numa diferença de 0,0248% sob uma mesma variância. É possível ver ainda graficamente o desempenho do retorno acumulado no ano das médias dos índices, conforme é mostrado abaixo:



**Gráfico 15 - Retorno Acumulado 2011**

Fonte: O autor

No gráfico abaixo é possível verificar o desempenho médio acumulado dos dois índices analisados desde o começo da série, janeiro de 2005, até o final, junho de 2011.



**Gráfico 16 - Retorno Acumulado 2005 a 2011**

Fonte: O autor

No gráfico anterior foi possível perceber que os dois índices tiveram performance semelhante ao longo do período, o resultado final, no entanto, prevaleceu sobre o índice IGC, que teve um retorno médio acumulado de 6,5218%; enquanto que o do IBOVESPA foi menor, de 6,0341% no mesmo período.



#### 4.2.1 Testes de Média e Variância

Na seção anterior foi possível verificar por meio de tabelas e gráficos os desempenhos médios dos índices de ações analisados. Porém, como aconteceu na seção de análise das carteiras do Novo Mercado e do IBOVESPA, o resultado final deve ser baseado nos testes de variância e de média do período analisado.

A seguir é apresentado o teste F para averiguar a variância dos índices IGC e IBOVESPA.

**Tabela 22 - Teste F**

	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	0,0008361	0,000773601
Variância	0,00001073	0,00001031
Observações	78	78
Graus de Liberdade	77	77
F	1,0402533	
P(F<=f) unicaudal	0,4314901	
F Crítico unicaudal	1,4582278	

Fonte: O Autor

O valor p apresentado na tabela anterior após feito o teste F foi de 0,43149; este valor supera o nível de significância de 0,05; o resultado aponta então para a aceitação da hipótese  $H_0$  ( $H_0$ : A variância do índice IGC é igual à variância do índice IBOVESPA, ou seja,  $H_0 : S^2_{IGC} = S^2_{IBOVESPA}$ ).

Aceitando que as variâncias são iguais, o próximo passo é verificar o teste t considerando mesmas variâncias para os índices, que é possível verificar a seguir:

**Tabela 23 - Teste t**

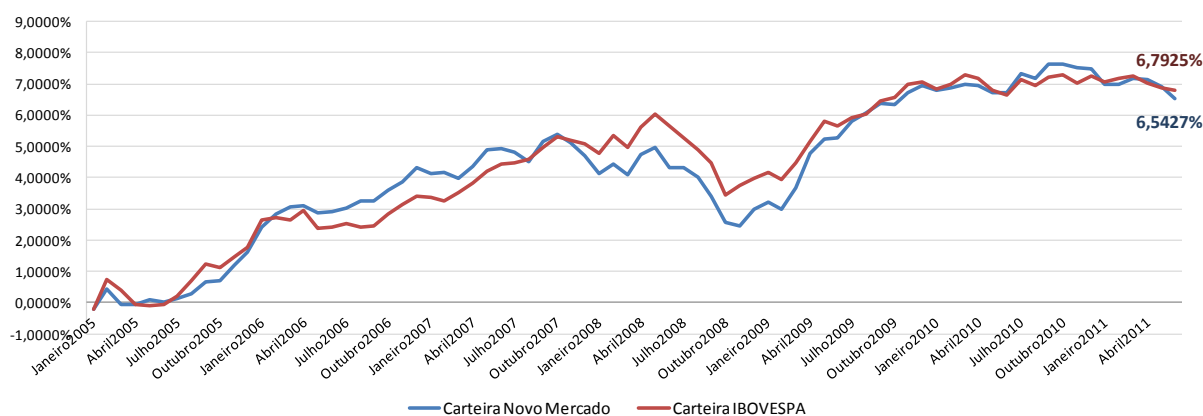
	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	0,0008361	0,0007736
Variância	0,00001073	0,00001031
Observações	78	78
Variância Agrupada	0,00001052	
Diferença na Média Hipotética	0,00	
Graus de Liberdade	154	
Estatística T	0,1203813	
P(T<=t) bicaudal	0,904338	
t Crítico bicaudal	1,975488	

Fonte: O Autor

Com a tabela apresentada, é possível verificar que o valor p do teste t foi de 0,904338; número este superior ao valor do nível de significância, que é de 0,05. Este resultado nos leva a aceitar mais uma vez a hipótese  $H_0$  ( $H_0$ : Em média, o desempenho do IGC é igual ao desempenho do IBOVESPA; de outra maneira,  $H_0: \mu_{IGC} = \mu_{IBOVESPA}$ ).

#### 4.3 Análise das Carteiras Novo Mercado x IBOVESPA excluindo EMBR3

O fato de a empresa Embraer S.A. aparecer durante o período analisado nas carteiras do IBOVESPA inicialmente, e também nas carteiras do Novo Mercado após a empresa mudar para este segmento de listagem pode levar o leitor a ficar confuso e até mesmo desconfiar da veracidade do modelo. Para isso, excluiu-se da carteira do Novo Mercado a empresa Embraer S.A. nos dois anos em que esta aparece, 2008 e 2009. Para equalizar a carteira, foi excluída em cada ano uma empresa do IBOVESPA também, a última colocada em cada ano em termos de liquidez, assim sendo, Gerdau S.A. em 2008 e CIA Bebidas das Américas - AMBEV em 2009. O resultado pode ser visto a seguir:



**Gráfico 17 - Retorno Acumulado 2005 a 2011 ajustado**

No gráfico podemos notar que a partir de julho de 2009 a carteira do Novo Mercado tem um desempenho de recuperação, passando a ter um desempenho acumulado próximo ao da carteira do IBOVESPA e até superando-o por determinado período. No final, porém, a carteira do IBOVESPA tem um desempenho médio acumulado superior ao do Novo Mercado.

No que diz respeito ao teste F aplicado ao novo modelo, o resultado é o seguinte:

**Tabela 24 - Teste F Ajustado**

	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	0,000838805	0,000870832
Variância	0,00001323	0,00001230
Observações	78	78
Graus de Liberdade	77	77
F	1,075830972	
P(F<=f) unicaudal	0,374627881	
F Crítico unicaudal	1,458227806	

Fonte: O Autor

O valor p do teste aponta para a aceitação da hipótese  $H_0$  ( $H_0$ : A variância da amostra do Novo Mercado é igual à amostra do IBOVESPA, ou seja,  $H_0 : S^2_{NM} = S^2_{IBOVESPA}$  ).

Partindo para o teste t para mesmas variâncias das amostras, foi possível verificar o seguinte:

**Tabela 25 - Teste t Ajustado**

	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	0,000838805	0,000870832
Variância	0,00001323	0,00001230
Observações	78	78
Variância Agrupada	0,00001277	
Diferença na Média Hipotética	0,00	
Graus de Liberdade	154	
Estatística T	-0,055979815	
P(T<=t) bicaudal	0,95543045	
t Crítico bicaudal	1,975488024	

Fonte: O Autor

Novamente o resultado foi a aceitação da  $H_0$  ( $H_0$ : Em média, o desempenho das ações do Novo Mercado é igual ao desempenho das ações do IBOVESPA; de outra maneira,  $H_0$ :  $\mu_{NM} = \mu_{IBOVESPA}$  ); já que, o valor p do teste de 0,95543045 é superior ao nível de significância de 0,05.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Novo Mercado, juntamente com os segmentos de listagem Níveis 1 e 2, foram lançados em Dezembro de 2000 pela BM&FBOVESPA com o objetivo de estimular o interesse dos investidores e a valorização das companhias com a promoção da transparência, minimização de riscos, contribuindo assim para, uma maior proteção ao investidor minoritário e sua maior participação no mercado. Outro ponto que levou o surgimento destes segmentos foi a importância da boa governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais e do país.

O intuito deste trabalho foi observar e analisar o impacto no desempenho de ações de empresas que adotam práticas de governança corporativa listando-se no mais alto nível de listagem da BM&FBOVESPA, o Novo Mercado, em comparação ao desempenho de ações de empresas que estão fora deste segmento, mas listadas no IBOVESPA. Um objetivo secundário foi observar e analisar, da mesma maneira, o desempenho dos índices IGC e IBOVESPA.

Assim, neste trabalho foi realizado um estudo de desempenho dos retornos de ações com base em uma amostra de carteiras configuradas de janeiro de 2005 a junho de 2011. Foram configuradas carteiras com 10 ações listadas no Novo Mercado comparando-as com ações listadas fora deste segmento, mas presentes no IBOVESPA, a cada ano do período.

Para participar das carteiras, o critério utilizado foi de serem as ações mais líquidas no primeiro dia útil de cada ano. No caso das ações listadas fora do Novo Mercado, a condição era de que estas estivessem listadas até o Nível 1 de Governança, excluindo as que estivessem listadas no Nível 2 de Governança. Assim, durante os 7 anos analisados, fizeram parte das carteiras de ações do Novo Mercado um total de 28 empresas, já para as empresas fora deste segmento, o número total foi de 15 empresas, sendo 17 tickers apresentados.

Depois de configuradas as carteiras estimaram-se o retorno e a variância de cada ação diariamente durante cada ano com a finalidade de se estimar um retorno médio do retorno e da variância de cada carteira no período analisado. Do mesmo modo foi feito para os índices IGC e o IBOVESPA.

Para analisar os dados obtidos, partiu-se para os cálculos de análise, onde foram utilizados os teste F para análise de variância e o teste T para análise de média.

Concluiu-se então que, a adoção de práticas de governança corporativa por parte das empresas listadas no Novo Mercado não proporcionam a estas um desempenho maior das

ações em comparação às empresas que não estão listadas neste segmento. O resultado apresenta-se diferente à tendência dos argumentos apresentados neste trabalho baseados em diversos autores, ou seja, de que a adoção de práticas de boa governança corporativa tende a proporcionar uma maior valorização às ações das companhias.

O mesmo resultado ocorreu para os índices analisados IGC e o IBOVESPA. É importante frisar, porém, que já era esperado o que o desempenho dos dois índices não teriam diferença pelo motivo de as composições destes serem parecidas. Boa parte das ações listadas no índice IBOVESPA encontram-se listadas também no índice IGC.

Em relação aos estudos já publicados relacionando governança corporativa e o desempenho das ações em Bolsa, o resultado deste trabalho mostrou-se contrário ao que se divulgou anteriormente. Na avaliação feita pela Standard & Poor's com 1.600 companhias, verificou-se correlação entre níveis de transparência elevados e o índice financeiro. Já, no artigo publicado em 2004 por Vieira e Mendes na Revista do BNDES, apesar de os mesmos indicarem resultados inconclusivos pela pequena amostra que havia, os autores observaram que a rentabilidade das ações de empresas classificadas em algum nível de governança da BM&FBOVESPA foi superior às empresas que não adotam práticas de boa governança. Assim, o resultado a que se chegou neste trabalho, de que a adoção de práticas de governança corporativa não proporcionam um desempenho maior nas ações para as empresas que as adotam vão ao contrário do que prega a teoria de diversos autores e também estudos já publicados.

O resultado obtido foi baseado nos testes T para médias realizados com um nível de significância de 5%, onde, nos dois casos, para as carteiras e os índices, aceitou-se a Hipótese Nula ( $H_0$ ), que afirmava:

- a) Em média, o desempenho das ações do Novo Mercado é igual ao desempenho das ações do IBOVESPA;
- b) Em média, o desempenho do IGC é igual ao desempenho do IBOVESPA.

Partindo para uma análise de desempenho médio acumulado de 2005 a 2011, notou-se que no caso da comparação das carteiras, as carteiras do IBOVESPA tiveram um desempenho médio acumulado de 6,8308%; enquanto que as carteiras do Novo Mercado tiveram um desempenho médio acumulado de 6,1010%. No caso do IGC o retorno foi superior ao IBOVESPA, o primeiro teve desempenho médio acumulado de 6,5218%; enquanto que o segundo teve desempenho médio acumulado de 6,0341%. Estes resultados, no entanto, não

corroboram para inferir se houve ou não uma melhora com a adoção de boa governança, por isso os testes t realizados, que apresentaram resultados significativos estatisticamente.

Como sugestão para futuros trabalhos deste mesmo tema, sugere-se a realização de um estudo com uma amostra maior de empresas e num período mais extenso de tempo, já que, estão surgindo a cada ano mais empresas listadas no segmento Novo Mercado. Seria interessante também, atentar para o critério de liquidez das ações, uma vez que a teoria também afirma que empresas com boas práticas de governança corporativa passam a ser mais negociadas e sua liquidez aumente.

Outra possibilidade a ser adotada é a análise de índices financeiros e de mercado com as empresas listadas neste segmento, ou seja, analisar índices como P/VPA; P/L; índices de rentabilidade, índices de endividamento, indicadores de liquidez, entre outros. Isso resultaria na possibilidade de análise global da empresa em função da adoção de práticas de governança corporativa e a visão da empresa por parte dos investidores.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo, Editora Atlas, 2003.

BARBETTA, Pedro Alberto. **Estatística Aplicada às Ciências Sociais**. 4ª Ed, Florianópolis, Editora da UFSC, 2001.

BM&FBOVESPA. **Mercado de Capitais**. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/merccap.pdf>> Acesso em 10/09/2011.

BM&FBOVESPAa. **Empresas**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/dados-financeiros-selecionados.aspx?Idioma=pt-br>> Acesso em: 30/10/2011.

BM&FBOVESPAb. **Índice Bovespa – Ibovespa**. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&idioma=pt-br>> Acesso em: 10/09/2011.

BM&FBOVESPAc. **Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC**. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&Idioma=pt-BR>> Acesso em: 10/09/2011.

BM&FBOVESPA d. **Nível 1**. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_nivel-1.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp)> Acesso em 02/07/2011.

BM&FBOVESPAe. **Nível 2**. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_nivel-2.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp)> Acesso em 02/07/2011.

BM&FBOVESPAf. **Novo Mercado**. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_novo-mercado.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp)> Acesso em 02/07/2011.

BM&FBOVESPAg. **Segmentos de Listagem**. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp)> Acesso em: 02/07/2011.

BM&FBOVESPAh. **Bovespa Mais**. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_bovespa-mais.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespa-mais.asp)> Acesso em: 02/07/2011.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. São Paulo, Editora Bookman, 2003.

BRUM, Carlos A. H. **O Novo Mercado e a Governança Corporativa**. Revista RI, nº 105, pg. 22, 23, Novembro 2006.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.; SILVA, Roberto da. **Metodologia Científica**. 6ª Ed., São Paulo, Editora Pearson, 2006.

CHING, Hong Yuh; MARQUES, Fernando; PRADO, Lucilene. **Contabilidade e Finanças Para Não Especialistas**. São Paulo, Editora Pearson – Prentice Hall, 2007.

CORREIA, Laíze Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. **Reflexão sobre as Funções da Governança Corporativa**. Revista Angrad, Rio de Janeiro – V.9, N.3, Jul./Ago./Set. 2008.

FILHO, Nelson Siffert. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90**. 1998. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev906.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev906.pdf)>. Acesso em 05/10/2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo, 2010. 74 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Origem da Boa Governança**. Seção Governança. São Paulo. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 02/07/2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA a. **Governança no Brasil**. Seção Governança. São Paulo. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 02/07/2011

KRAMER, Gustavo Garcez; et al. **Novo Mercado da Bovespa: Perspectivas para o Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista Angrad, Rio de Janeiro – V.4,N.2, Abr./Jun. 2003.

LEAL, Ricardo Pereira C.; FERREIRA, Vicente Antônio C.; SILVA, André Luiz C. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro, Editora E-papers Serviços Editoriais, 2002.

LETHBRIDGE, Eric. **Governança Corporativa**. 1997. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev809.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev809.pdf)>. Acesso em 05/10/2011.

LEVINE, David M.; STEPHAN, David; KREHBIEL, Timothy C.; BERENSON, Mark L. **Estatística – Teoria e Aplicações Usando o Microsoft® Excel em Português**. 3ª ed, Rio de Janeiro, Editora LTC, 2005.

MALACRIDA, Mara J. C.; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade de Ações do IBOVESPA**. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v17nspe/v17nspea06.pdf>>. Acesso em: 08/10/2011.



NISHI, Lisandro Fin. **Adesão aos Níveis de Boa Governança Corporativa da Bovespa: Um Estudo de Evento**. 2003. 121 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003. 132f.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. 2003, 132f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PINHEIRO, Carlos Alberto. **Bolsa de Valores: Tudo que você precisa saber antes de investir em ações**. Rio de Janeiro, Editora Ciência Moderna Ltda, 2008.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. **Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Conseqüências**. Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro – V.7, N.1, 2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de Administração Financeira: *Essentials of Corporate Finance***. São Paulo, Editora Atlas, 1998.

SANTANA, Maria Helena. **Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform**. Focus 5, The World Bank, 2008.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança Corporativa e Decisões Financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro, Editora Mauad, 2005.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa: Modelo de Gestão**. Revista RI, nº 105, pg. 16, 17, Novembro 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. 2004. 254f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo S.T.. **Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro – V.11, N.22, P.103-122, 2004.

## ANEXOS

## ANEXO A – CARTEIRA TEÓRICA IGC

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
ABCB4	ABC BRASIL	PN N2	68.977.000	0,066
ABRE11	ABRIL EDUCA	UNT N2	49.345.176	0,083
AEDU3	ANHANGUERA	ON NM	288.072.144	0,661
AGRO3	BRASILAGRO	ON NM	52.162.868	0,048
ALLL3	ALL AMER LAT	ON NM	870.382.034	0,736
ALPA3	ALPARGATAS	ON N1	23.940.800	0,024
ALPA4	ALPARGATAS	PN N1	125.079.660	0,124
ALSC3	ALIANSC	ON NM	152.517.634	0,192
AMAR3	LOJAS MARISA	ON NM	92.153.064	0,207
AMIL3	AMIL	ON NM	220.896.406	0,368
ARZZ3	AREZZO CO	ON NM	60.632.834	0,124
AUTM3	AUTOMETAL	ON NM	57.181.204	0,069
BBAS3	BRASIL	ON NM	1.741.002.924	4,288
BBDC3	BRADERCO	ON ED N1	502.693.563	1,102
BBDC4	BRADERCO	PN ED N1	1.845.149.713	4,898
BBRK3	BR BROKERS	ON NM	239.924.350	0,163
BEEF3	MINERVA	ON NM	61.991.494	0,03
BEMA3	BEMATECH	ON NM	73.268.356	0,029
BHGR3	BHG	ON NM	43.216.672	0,075
BICB4	BICBANCO	PN N1	68.792.903	0,055
BISA3	BROOKFIELD	ON NM	456.364.134	0,28
BPHA3	BR PHARMA	ON NM	82.344.634	0,113
BPNM4	PANAMERICANO	PN N1	63.038.340	0,033
BRAP3	BRADERPAR	ON N1	26.547.513	0,091
BRAP4	BRADERPAR	PN N1	222.475.184	0,732
BRFS3	BRF FOODS	ON NM	1.086.173.888	3,167
BRIN3	BR INSURANCE	ON NM	95.949.200	0,151
BRKM3	BRASKEM	ON N1	30.907.171	0,043
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	268.677.990	0,429
BRML3	BR MALLS PAR	ON NM	849.127.342	1,573
BRPR3	BR PROPERT	ON NM	357.029.090	0,605
BRSR6	BANRISUL	PNB EJ N1	174.216.287	0,272
BTOW3	B2W VAREJO	ON NM	128.304.698	0,181
BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM	3.889.549.236	3,316
CARD3	CSU CARDSYST	ON NM	41.279.880	0,018
CCIM3	CC DES IMOB	ON NM	76.432.268	0,026
CCPR3	CYRE COM-CCP	ON NM	56.999.146	0,081
CCRO3	CCR SA	ON NM	430.641.378	1,936

CEED3	CEEE-D	ON N1	125.436.403	0,035
CESP6	CESP	PNB N1	181.287.295	0,503
CIEL3	CIELO	ON NM	463.249.834	1,836
CLSC6	CELESC	PNB N2	34.144.993	0,117
CMIG3	CEMIG	ON N1	146.233.846	0,311
CMIG4	CEMIG	PN N1	376.794.638	0,991
CNFB4	CONFAB	PN N1	206.614.689	0,094
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	591.198.000	1,132
CPLE3	COPEL	ON N1	21.703.707	0,066
CPLE6	COPEL	PNB N1	100.940.753	0,324
CRDE3	CR2	ON NM	57.048.964	0,033
CREM3	CREMER	ON NM	63.043.020	0,087
CSAN3	COSAN	ON NM	213.903.052	0,493
CSMG3	COPASA	ON NM	107.477.378	0,301
CTIP3	CETIP	ON NM	501.507.222	1,16
CYRE3	CYRELA REALT	ON NM	570.424.790	0,77
CZRS4	CRUZEIRO SUL	PN N1	26.498.021	0,034
DASA3	DASA	ON NM	606.275.622	0,861
DAYC4	DAYCOVAL	PN N1	54.765.479	0,045
DIRR3	DIRECIONAL	ON NM	161.679.262	0,147
DROG3	DROGASIL	ON NM	239.881.506	0,274
DTEX3	DURATEX	ON NM	456.963.544	0,454
ECOD3	ECODIESEL	ON NM	1.776.324.530	0,105
ECOR3	ECORODOVIAS	ON NM	287.530.496	0,369
EEEL3	CEEE-GT	ON N1	125.436.403	0,028
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	221.661.454	0,334
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	219.263.678	0,426
ELPL4	ELETROPAULO	PN N2	138.854.770	0,379
EMBR3	EMBRAER	ON NM	1.447.330.088	1,318
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	155.068.534	0,547
EQTL3	EQUATORIAL	ON NM	89.783.744	0,098
ESTC3	ESTACIO PART	ON NM	125.978.038	0,201
ETER3	ETERNIT	ON NM	136.952.900	0,107
EUCA4	EUCATEX	PN N1	58.729.769	0,038
EVEN3	EVEN	ON NM	344.058.442	0,213
EZTC3	EZTEC	ON NM	91.860.398	0,128
FESA4	FERBASA	PN N1	43.712.610	0,039
FHER3	FER HERINGER	ON NM	31.253.648	0,028
FIBR3	FIBRIA	ON NM	375.910.606	0,535
FJTA4	FORJA TAURUS	PN N2	126.679.561	0,023
FLRY3	FLEURY	ON NM	83.585.018	0,165
FRAS4	FRAS-LE	PN N1	22.328.490	0,006
FRIO3	METALFRIO	ON NM	49.099.300	0,037
GFS3	GAFISA	ON NM	853.590.560	0,579
GGBR3	GERDAU	ON N1	100.211.319	0,107

GGBR4	GERDAU	PN N1	853.739.267	1,102
GOAU3	GERDAU MET	ON N1	42.327.660	0,058
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	263.959.223	0,416
GOLL4	GOL	PN N2	142.397.829	0,157
GRND3	GRENDENE	ON NM	150.857.634	0,1
GSHP3	GENERALSHOPP	ON NM	40.961.200	0,043
HBOR3	HELBOR	ON NM	54.950.422	0,109
HGTX3	CIA HERING	ON NM	249.639.256	0,809
H RTP3	HRT PETROLEO	ON NM	10.397.636	0,861
HYPE3	HYPERMARCAS	ON NM	735.774.524	0,875
IDNT3	IDEIASNET	ON NM	231.856.974	0,061
IDVL4	INDUSVAL	PN N1	12.852.105	0,009
IGTA3	IGUATEMI	ON NM	72.809.092	0,232
IMCH3	IMC HOLDINGS	ON NM	67.788.538	0,083
INEP3	INEPAR	ON N1	14.335.504	0,004
INEP4	INEPAR	PN N1	58.475.014	0,016
ITSA3	ITAUSA	ON ED N1	658.792.788	0,744
ITSA4	ITAUSA	PN ED N1	2.232.390.705	1,969
ITUB3	ITAUUNIBANCO	ON ED N1	215.177.506	0,512
ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN ED N1	2.225.014.261	5,931
JBSS3	JBS	ON NM	3.140.159.346	1,212
JHSF3	JHSF PART	ON NM	158.937.148	0,067
JSLG3	JSL	ON NM	108.051.590	0,098
KLBN4	KLABIN S/A	PN N1	452.708.016	0,217
KROT11	KROTON	UNT N2	74.321.217	0,129
LEVE3	METAL LEVE	ON NM	23.797.718	0,086
LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	192.356.720	0,485
LLIS3	LE LIS BLANC	ON NM	39.713.618	0,085
LLXL3	LLX LOG	ON NM	623.865.626	0,214
LOGN3	LOG-IN	ON NM	170.991.924	0,116
LPSB3	LOPES BRASIL	ON NM	93.828.332	0,303
LREN3	LOJAS RENNER	ON NM	244.380.866	1,35
LUPA3	LUPATECH	ON NM	67.238.796	0,059
MAGG3	MAGNESITA SA	ON NM	332.170.870	0,2
MDIA3	M.DIASBRANCO	ON NM	56.778.992	0,202
MGEL4	MANGELS INDL	PN N1	9.609.172	0,006
MGLU3	MAGAZ LUIZA	ON NM	119.272.878	0,159
MILS3	MILLS	ON NM	143.762.086	0,261
MMXM3	MMX MINER	ON NM	718.712.238	0,517
MPLU3	MULTIPLUS	ON NM	86.544.724	0,22
MPXE3	MPX ENERGIA	ON NM	69.630.500	0,249
MRFG3	MARFRIG	ON NM	391.282.074	0,297
MRVE3	MRV	ON NM	627.434.560	0,749
MULT3	MULTIPLAN	ON N2	104.179.845	0,337
MYPK3	IOCHP-MAXION	ON NM	125.964.222	0,224

NATU3	NATURA	ON NM	341.659.460	1,148
ODPV3	ODONTOPREV	ON NM	169.566.470	0,434
OGXP3	OGX PETROLEO	ON NM	2.472.405.500	2,497
OHLB3	OHL BRASIL	ON NM	55.110.910	0,326
OSXB3	OSX BRASIL	ON NM	4.735.394	0,162
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN N1	91.262.461	0,539
PDGR3	PDG REALT	ON NM	2.231.126.654	1,598
PFRM3	PROFARMA	ON NM	28.459.220	0,027
PINE4	PINE	PN ES N1	21.481.892	0,021
PMAM3	PARANAPANEMA	ON N1	317.552.285	0,11
POMO3	MARCOPOLO	ON N2	84.583.230	0,043
POMO4	MARCOPOLO	PN N2	375.569.608	0,211
POSI3	POSITIVO INF	ON NM	47.979.878	0,025
PRBC4	PARANA	PN N1	22.684.972	0,023
PRVI3	PROVIDENCIA	ON NM	45.185.296	0,025
PSSA3	PORTO SEGURO	ON NM	195.139.790	0,349
PTBL3	PORTOBELLO	ON NM	123.895.694	0,017
QGEP3	QGEP PART	ON NM	159.420.960	0,215
QUAL3	QUALICORP	ON NM	166.945.828	0,232
RAIA3	RAIA	ON NM	54.713.104	0,139
RAPT3	RANDON PART	ON N1	17.494.992	0,015
RAPT4	RANDON PART	PN N1	121.109.576	0,114
RDCD3	REDECARD	ON NM	672.549.796	1,574
RDNI3	RODOBENSIMOB	ON NM	45.237.114	0,05
RDTR3	REDENTOR	ON NM	99.618.526	0,066
RENT3	LOCALIZA	ON NM	256.235.914	0,668
RNAR3	RENAR	ON NM	77.213.352	0,003
RNEW11	RENOVA	UNT N2	39.739.372	0,094
ROMI3	INDS ROMI	ON NM	78.589.068	0,043
RSID3	ROSSI RESID	ON NM	334.923.470	0,362
SANB11	SANTANDER BR	UNT N2	952.513.609	1,322
SBSP3	SABESP	ON NM	226.653.062	0,937
SCAR3	SAO CARLOS	ON NM	55.372.470	0,115
SFSA4	SOFISA	PN N2	40.119.616	0,013
SGPS3	SPRINGS	ON NM	73.095.140	0,023
SHOW3	TIME FOR FUN	ON NM	62.882.792	0,081
SLCE3	SLC AGRICOLA	ON NM	95.130.258	0,141
SLED4	SARAIVA LIVR	PN N2	27.884.716	0,072
SMT03	SAO MARTINHO	ON NM	79.457.520	0,167
SSBR3	SIERRABRASIL	ON NM	50.981.452	0,122
STBP11	SANTOS BRP	UNT N2	61.779.720	0,172
SULA11	SUL AMERICA	UNT N2	159.994.780	0,246
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA N1	177.037.642	0,149
TAMM3	TAM S/A	ON N2	12.245.962	0,039
TAMM4	TAM S/A	PN N2	112.807.411	0,363

TBLE3	TRACTEBEL	ON NM	407.710.140	0,993
TCSA3	TECNISA	ON NM	189.502.854	0,195
TECN3	TECHNOS	ON NM	56.481.820	0,086
TEMP3	TEMPO PART	ON NM	298.906.306	0,1
TERI3	TEREOS	ON NM	144.055.724	0,034
TGMA3	TEGMA	ON NM	45.005.608	0,097
TIMP3	TIM PART S/A	ON NM	1.464.489.420	1,238
TOTS3	TOTVS	ON NM	300.824.524	0,823
TPIS3	TRIUNFO PART	ON NM	97.975.678	0,094
TRIS3	TRISUL	ON NM	57.314.566	0,016
TRPL4	TRAN PAULIST	PN N1	78.625.336	0,354
TRPN3	TARPON INV	ON NM	37.336.596	0,06
UGPA3	ULTRAPAR	ON NM	797.334.212	2,103
UNIP3	UNIPAR	ON N1	118.902.389	0,005
UNIP6	UNIPAR	PNB N1	519.339.910	0,016
UOLL4	UOL	PN N2	46.090.527	0,073
USIM3	USIMINAS	ON N1	173.352.562	0,384
USIM5	USIMINAS	PNA N1	481.234.430	0,533
VALE3	VALE	ON N1	1.274.473.218	5,297
VALE5	VALE	PNA N1	1.918.486.480	7,268
VIVR3	VIVER	ON NM	300.387.400	0,063
VLID3	VALID	ON NM	109.169.628	0,189
WEGE3	WEG	ON NM	418.052.944	0,687
<b>Quantidade Teórica Total</b>			<b>63.971.102.976</b>	<b>100,00</b>
<b>Redutor</b>			<b>167.050.017,87089700</b>	

Fonte: BM&FBOVESPA

## ANEXO B – AÇÕES LISTADAS NO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Razão Social	Nome de Pregão
ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET - CEEE-D	CEEE-D
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	CEEE-GT
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CESP - CIA ENERGETICA DE SÃO PAULO	CESP
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO DO SUL
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	EUCATEX
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	FERBASA
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES	INEPAR
ITAUSA INVESTIMENTOS S.A.	ITAUSA
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAUUNIBANCO
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR - CBD
BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO
PARANA BCO S.A.	PARANA
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
BCO PINE S.A.	PINE
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
CTEEP - CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST
UNIPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	UNIPAR
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	USIMINAS
VALE S.A.	VALE

Fonte: BM&FBOVESPA

## ANEXO C – AÇÕES LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Razão Social	Nome de Pregão
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	ABRIL EDUCA
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
FORJAS TAURUS S.A.	FORJA TAURUS
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
RENOVA ENERGIA S.A.	RENOVA
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	SANTANDER BR
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
BCO SOFISA S.A.	SOFISA
SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAESA
TAM S.A.	TAM S/A
UNIVERSO ONLINE S.A.	UOL

Fonte: BM&FBOVESPA

#### ANEXO D – AÇÕES LISTADAS NO NOVO MERCADO

Razão Social	Nome de Pregão
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	ALIANSCCE
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
AMIL PARTICIPACOES S.A.	AMIL
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	ANHANGUERA
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	AREZZO CO
AUTOMETAL S.A.	AUTOMETAL
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	BHG
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMFBOVESPA
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A	BR INSURANCE
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BRAZIL PHARMA S.A.	BR PHARMA
BR PROPERTIES S.A.	BR PROPERT
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
BRF - BRASIL FOODS S.A.	BRF FOODS
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	BROOKFIELD
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	CC DES IMOB



CCR S.A.	CCR SA
CETIP S.A. - BALCÃO ORGANIZADO DE ATIVOS E DERIV.	CETIP
CIA HERING	CIA HERING
CIELO S.A.	CIELO
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRECIONAL
DROGASIL S.A.	DROGASIL
DURATEX S.A.	DURATEX
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	ECODIESEL
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECORODOVIAS
EMBRAER S.A.	EMBRAER
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBRIA
FLEURY S.A.	FLEURY
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	HRT PETROLEO
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	IMC HOLDINGS
INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
JSL S.A.	JSL
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LLX LOGISTICA S.A.	LLX LOG

LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
MARISA LOJAS S.A.	LOJAS MARISA
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO
MAGAZINE LUIZA S.A.	MAGAZ LUIZA
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	MAGNESITA SA
MARFRIG ALIMENTOS S/A	MARFRIG
MAHLE-METAL LEVE S.A.	METAL LEVE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	MILLS
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
MULTIPLUS S.A.	MULTIPLUS
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	OGX PETROLEO
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
OSX BRASIL S.A.	OSX BRASIL
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
PORTX OPERAÇÕES PORTUÁRIAS S.A.	PORTX
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	QGEP PART
QUALICORP S.A.	QUALICORP
RAIA S.A.	RAIA
REDECARD S.A.	REDECARD
REDENTOR ENERGIA S.A.	REDENTOR
RENAR MACAS S.A.	RENAR
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS
SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	SIERRABRASIL
SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	TARPON INV

TECHNOS S.A.	TECHNOS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	TEMPO PART
TEREOS INTERNACIONAL S.A.	TEREOS
TIM PARTICIPACOES S.A.	TIM PART S/A
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	TIME FOR FUN
TOTVS S.A.	TOTVS
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	VALID
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVER
WEG S.A.	WEG

Fonte: BM&FBOVESPA

#### ANEXO E – AÇÕES LISTADAS NO SEGMENTO BOVESPA MAIS

Razão Social	Nome de Pregão
DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	DESENVIX
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	NUTRIPLANT

Fonte: BM&FBOVESPA